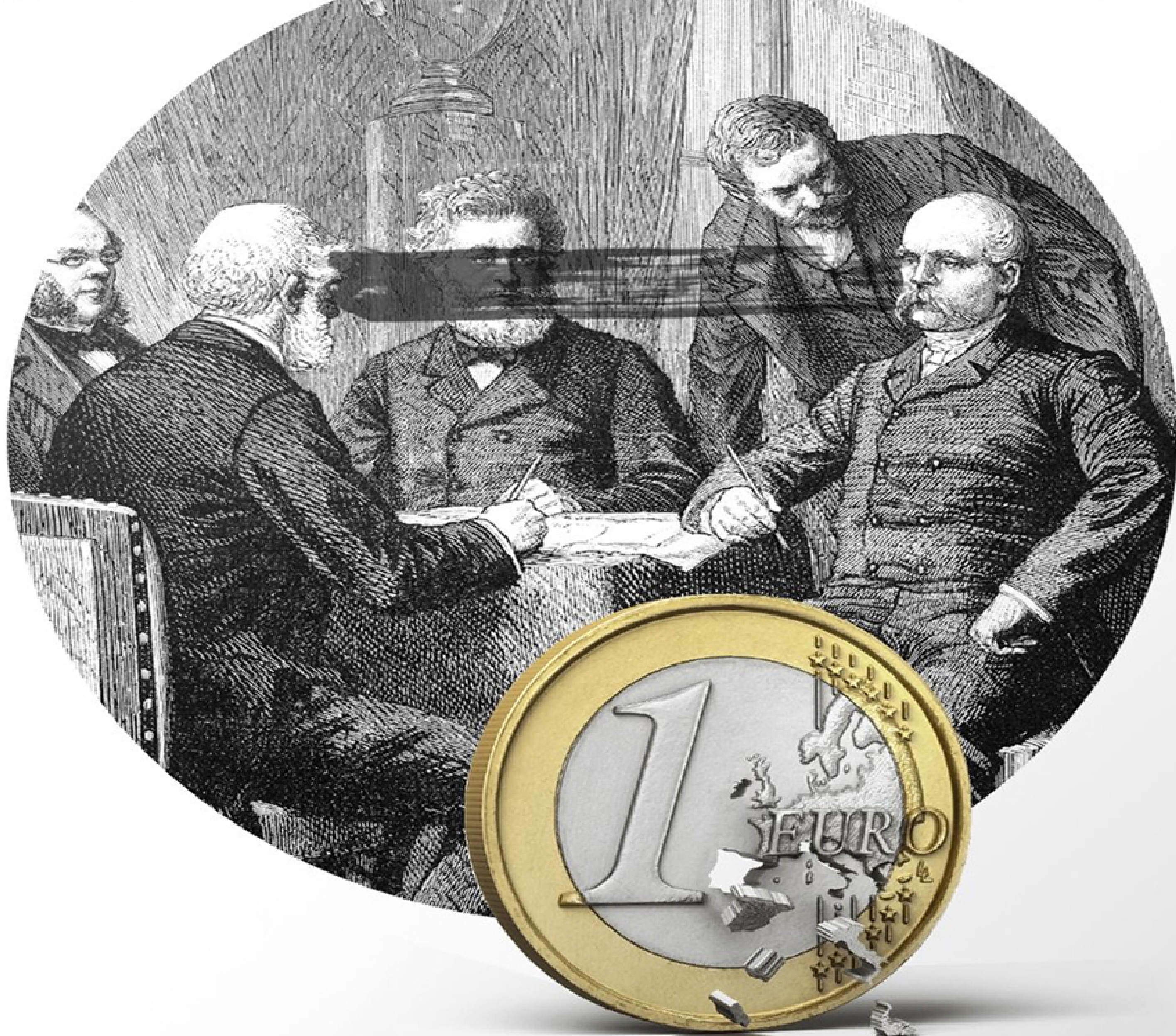


欧元的思想之争

THE EURO AND THE BATTLE OF IDEAS

[德] 马库斯·布伦纳梅尔 (Markus Brunnermeier) [英] 哈罗德·詹姆斯 (Harold James)
[法] 让-皮埃尔·兰多 (Jean-Pierre Landau) 著
廖岷 丛阳 许晓骏 译

中信出版集团

版权信息

书名:欧元的思想之争

作者:[德]马库斯·布伦纳梅尔 [英]哈罗德·詹姆斯 [法]让-皮埃尔·兰多

译者:廖岷 丛阳 许晓骏

ISBN:9787508679631

中信出版集团制作发行

“比较译丛”序

2002年，我为中信出版社刚刚成立的《比较》编辑室推荐了当时在国际经济学界产生了广泛影响的几本著作，其中包括《枪炮、病菌与钢铁》《从资本家手中拯救资本主义》《再造市场》（中译本后来的书名为《市场演进的故事》）。其时，通过20世纪90年代的改革，中国经济的改革开放取得阶段性成果，突出标志是初步建立了市场经济体制的基本框架和加入世贸组织。当时我推荐这些著作的一个目的是，通过比较分析世界上不同国家的经济体制转型和经济发展经验，启发我们在新的阶段，多角度、更全面地思考中国的体制转型和经济发展的机制。由此便开启了“比较译丛”的翻译和出版。从那时起至今的十多年间，“比较译丛”引介了数十种译著，内容涵盖经济学前沿理论、转轨经济、比较制度分析、经济史、经济增长和发展等诸多方面。

时至2015年，中国已经成为全球第二大经济体，跻身中等收入国家的行列，并开始向高收入国家转型。中国经济的增速虽有所放缓，但依然保持在中高速的水平上。与此同时，曾经引领世界经济发展的欧美等发达经济体，却陷入了由次贷危机引爆的全球金融危机，至今仍未走出衰退的阴影。这种对比自然地引发出有关制度比较和发展模式比较的讨论。在这种形势下，我认为更有必要以开放的心态，更多、更深入地学习各国的发展经验和教训，从中汲取智慧，这对思考中国的深层次问题极具价值。正如美国著名政治学家和社会学家李普塞特（Seymour Martin Lipset）说过的一句名言：“只懂得一个国家的人，他实际上什么国家都不懂（Those who only know one country know no country）。”这是因为只有越过自己的国家，才能知道什么是真正的共同规律，什么是真正的特殊情况。如果没有比较分析的视野，既不利于深刻地认识中国，也不利于明智地认识世界。

相比于人们眼中的既得利益，人的思想观念更应受到重视。就像技术创新可以放宽资源约束一样，思想观念的创新可以放宽政策选择面临的政治约束。无论是我们国家在20世纪八九十年代的改革，还是过去和当下世界其他国家的一些重大变革，都表明“重要的改变并不是权力和利益结构的变化，而是当权者将新的思想观念付诸实施。改革不是发生在既得利益者受挫的时候，而是发生在他们运用不同策略追求利益的时候，或者他们的利益被重新界定的时候”[注]。可以说，利益和思想观念是改革的一体两面。囿于利益而不敢在思想观念上有所突破，改革就不可能破冰前行。正是在这个意义上，当今中国仍然是一个需要思想创新、观念突破的时代。而比较分析可以激发好奇心、开拓新视野、启发独立思考、加深对世界的理解，因此是催生思想观念创新的重要机制。衷心希望“比较译丛”能够成为这个过程中的一部分。

钱颖一

2015年7月5日

---

1. Dani Rodrik，“When Ideas Trump Interests：Preferences，Worldviews，and Policy Innovations，”NBER Working Paper 19631，2003.

第一篇　权力的转移与德法差异

第一章　前言

2010年10月18日是改变欧洲政治的一天。德国总理默克尔前往诺曼底的海边小镇多维尔，与法国总统萨科齐讨论欧洲债务危机。新闻照片中，他们穿着黑色雨衣，漫步在潮湿而清冷的秋日木栈道上，萨科齐指手画脚地争辩着，而默克尔则显得一脸茫然。事实上，为应对迫在眉睫的危机，世界观完全不同的德法两国不得不捆绑在一起，达成戏剧性的妥协：德国将放松法律规定，并对法国做出让步，作为回报，法国将同意允许“私人债权人适度参与（债务重组）”。默克尔总理认为（她在德国拥有相当高的公众支持率），银行对过去不审慎的信贷发放负有责任，并应承担其成本。2008年9月国际金融危机爆发后，随着雷曼兄弟的破产以及对美国国际集团（AIG）的救助，这种不得不进行救助的心态需要有一个终结。这场“法德协议”中的一些基本要点，在两个星期前布鲁塞尔召开“北约首脑会议”期间，两国领导人举行非正式会谈时就已经达成，并一直处于保密状态。

当其他欧洲领导人在他们的移动设备上得知以上结果时，都大吃一惊。欧洲中央银行（European Central Bank，ECB，以下简称“欧洲央行”）负责人的第一反应是，这份协议是一个错误；而美国财政部部长蒂莫西·盖特纳则对此感到愤怒，他警告欧洲政策制定者：“如果你们要重组希腊……你们必须有能力提供有效的保护措施，保证接下来危机不会蔓延到其他欧洲国家。”[注]市场对此亦有同感。就在多维尔会谈之后，欧洲外围国家政府债券的利率迅速上涨。德国对市场纪律作用于欧洲外围国家表示欣然接受，而法国评论员则认为，从基本面的角度来看，利率上涨是不合理的——这纯粹是流动性效应。

首先，多维尔会谈明确显示，在寻找欧洲金融危机解决办法的艰苦过程中，德法两国对“适当的经济政策”持有不同观点构成了困境的核心。这一事件还突显出有多少权力已经从布鲁塞尔的欧盟机构、欧盟委员会（European Commission）和欧洲理事会（European Council），转移到德法这两个很难有共同语言的大国手中。

欧元危机在欧洲大陆引发了一场思想观念之争，使权力在欧洲内部大范围转移。2009年底，以欧洲最小经济体之一的希腊财政问题为导火索，一场酝酿已久的关于适当的经济哲学和欧盟未来设计理念的争论，终于沸沸扬扬地爆发了。这场争端是欧洲南部和北部之间的理论之争，尤其是在作为北部代表的德国和作为南部代表的法国之间。但争论并不局限于德法两国：芬兰、奥地利，有时还有斯洛伐克和波兰，它们的行为有时候甚至比德国更加德国，而法国则通常被视为欧洲地中海地区的领袖。这场争论，在日后推动英国脱欧的公投辩论中也发挥了一定的作用。但是实际上，这场冲突常常被认为是莱茵河两岸不同思想观念之间的交战。意大利被分隔为南北两部分，北部看起来在思维和经济上类似于德国，而南部则更多地对法国式理论表示赞同。在这里概述的法国和德国的立场，应当被理解为“思想类型”。这是由社会学家马克斯·韦伯（Max Weber）提出的概念，旨在思考事物截然不同的特性，来更好地理解问题、争论以及制度。韦伯及其后的每一位优秀分析师都深知，现实情况混乱不堪，但他们认为，概念性澄清有助于更深刻地认识社会独特性的来源。注

本书的核心就是思想之争。我们的主要目的，是对导致德法两国经济理念相互对立的长期历史、知识和文化根源提供一种解释。有人可能会认为，每个国家都完全是为了自身的物质利益而斗争。这种狭隘的观点忽略了一个更为重要的方面：利益是通过思想观念持有者对未来展望这一透镜来诠释的。一些国家已经建立起自己的经济传统和经济学派，由于历史发展道路不同，欧洲各国遵循着不同的经济哲学，由此也派生出有关如何应对危机事件的不同政策描述。以前，这

些差异一直被认为是理所当然的，因此总被一带而过，从来没有得到深入讨论。欧洲一体化进程按理说是历史上最成功的和平举措之一，但在面临危机时，却表现出一种“过分乐观”的倾向。事实上，各国之间的差异往往深植于国家政策制定者的思想深处，导致相互之间的不理解接踵而至。政策制定者们使用的同一个词有时指的是不同的概念。举例来说，“经济治理”（economic governance）对德国来说，意味着朝一个共同的稳定文化不断靠近；而在法国，它意味着共同指导经济发展的各种措施。同样，德国人把欧元作为旧汇率机制的改良版本，是仰仗德国马克的特点而建立起来的，而法国人则把欧元视为崭新的全球货币，以及实施更有效的凯恩斯主义刺激政策的渠道[注]。

当然，在欧洲国家之间也存在直接的利益差异，包括在德国和法国之间。但是，利益往往是通过意识形态的透镜来解释的。欧洲国家之间的分歧，常常被一些分析家简化为基于净资产地位的债权国和债务国之间的单纯竞争关系[注]。从20世纪60年代开始，德国已经通过持续的经常项目盈余，明确建立起净债权国的地位。法国则偶有盈余，中间穿插着大量的赤字。因此，德国（及一般的债权国）可能被认为十分重视严格的债务偿还，即使这意味着把债务人挤压得喘不过气来，而且他们更愿意保持低通胀以增加名义债务的实际价值。相反，法国（及一般的债务国）似乎更乐于接受债务减免，偏爱更高的通货膨胀以蚕食债务的实际价值。但这个论点遭到反驳。净资产头寸是一个国家公民对外国人享有的全部权益，是净资金流动的总和。但是，资金净流量掩盖了更大规模的总流量，以及各种不同的个人和机构的资产水平：在净债权国可能存在大量有影响力的债务人[注]。同样重要的是，明智的债权人通常希望债务人财力雄厚和富有活力，从而能够在未来偿还债务。拼命挤压债务人可能会降低悉数收回款项的机会。债务人也都应当知道，不偿还贷款或者违约将破坏他们未来再次借款的机会。因此，对双方的主观判断取决于对另一方的看法：债务增长是好还是坏？是对发展的良性推动还是一种肆意挥霍资源的迹象？这

些都是意识形态的判断，正像韦伯提出的一个著名类比："直接支配人类行为的，不是思想，而是物质和理想化的利益。然而，已经被'思想观念'创造出来的'世界形象'（world images），常常好像扳道工一样，决定着在利益动力学的推动下沿着哪条轨道行动。"[注]

欧洲一体化进程同样充满了误会和曲解，这与经常出现在男女关系当中的情况相类似。一位广受喜爱的美国心理学家试图要提供"改善两性沟通以及在两性关系中各得其所的实用指南"。根据他的观点，男人和女人来自不同的星球[注]。这本书非常成功，售出了700万册。他的说法被罗伯特·卡甘（Robert Kagan）改编后用于国际政治领域，宣称美国人来自火星，欧洲人来自金星。"是时候了，"他说，"不要再假装欧洲人和美国人拥有相同世界观，甚至拥有同一个世界观。"[注]欧洲现在已经发现，他们拥有自己版本的同床异梦。

关于相互对立的哲学，对其基本元素的描述其实很简单。北方的观点是关于规则、严谨性和一致性，而南方的重点则在于对灵活性、适应性和创新的需求。这其实是康德和马基雅维利的观点对立。经济学家们早就熟悉这种辩论，把它称为"规则与自由裁量"的对抗（rules versus discretion）。

一些更具体的政策偏好遵循总的大方向。基于规则的危机解决方案，会引发对价值破坏、资不抵债和避免外部救助的担忧，因为救助可能会树立不好的先例，并鼓励其他从业者的不当行为（经济学家们称之为道德风险）。自由裁量的方法将许多经济问题看作暂时的流动性问题，可以通过注入新贷款而轻易解决。这里的流动性提供是不需要成本的：外部救助不会招致损失；事实上，连锁效应会使每个人都过得更好。在这一愿景中，世界的多种可能状态——多重均衡——以及政府和货币当局的仁慈行动，可以使整个政体从不好的状态转变为良好的状态。对此，沮丧的道德风险观点的拥护者指出，随着坏榜样的出现，成本将在未来大量累积。

欧洲央行行长马里奥·德拉吉（Mario Draghi）于2012年7月26日在伦敦——当时正值奥运会开幕前夕——提出的“不惜一切代价”的宣言是继多维尔会谈之后欧元危机的第二个分水岭。德拉吉承诺欧洲央行将“不惜一切代价”拯救欧元，随后催生了“直接货币交易计划”（Outright Monetary Transactions，OMT）。根据这个计划，在一定条件下，欧洲央行将随时准备购买受困国家的政府债券。潮流已经转向，在没有任何直接交易的情况下，外围国家的利率显著下降，流动性观点的支持者们的看法得到印证。默克尔和德国财政部部长沃尔夫冈·朔伊布勒（Wolfgang Schäuble）的隐性支持，对德拉吉的承诺取得成效至关重要。然而，保守的德国人在德国宪法法院和欧洲法院质疑欧洲央行的直接货币交易计划。对他们来说，利率下降完全是因为欧洲央行暗示可能会对外围国家政府债务提供担保。最后，该政策的可靠性将取决于它是否与德国的愿景保持一致。

以规则为基础的原则强调稳健的重要性，也就是说不要超出自己的能力范围。在小说《大卫·科波菲尔》中，查尔斯·狄更斯借米考伯先生之口告诉大卫：“年收入二十镑，年支出十九镑十九先令六便士，结局是幸福；年收入二十镑，年支出二十镑零六便士，结局就是痛苦。鲜花凋零，树叶枯萎，太阳沉入恐怖之中，于是——于是，简而言之，你就完了。就像我这样！”相比之下，南部或者说法国的做法则强调社会团结。1793年起草的《人权和公民权宣言》第21条是对“法国大革命”理想的最高陈述，它指出，“对公众的补贴救济是一份神圣的责任。社会对不幸公民负有扶助义务”。南方的观点也试图使团结的理念跨越国境，而这种做法受到北方人的抵制。一般情况下，基于规则的观点与价格稳定相关，自由裁量方法则包含了管治经济的思想。

经济传统并非一成不变

几乎所有当代经济评论家都承认，在这两种对立的思想之间存在巨大分歧。一方面，许多人单纯地把它当作愚蠢和无知行为的产物：保罗·克鲁格曼谈到在“宏观经济学的黑暗时代”，希腊和罗马人被来自北方的日耳曼蛮族征服，并从中得到了深刻的教训，地中海文明随之被日耳曼蛮族所控制[注]。另一方面，有人认为，这些思想倾向代表了深层次的历史传统、文化和记忆，这些都深深地根植于头脑深处，不会轻易地被表面上的合理性和符合逻辑的说辞所消除。特别是在20世纪初，德国人受灾难性的恶性通货膨胀所折磨，以致在90年后，他们仍然反复做着无用的祷告，希望同样的悲剧不要重演。

但是请想一下，克鲁格曼的“黑暗时代”论调是让-巴蒂斯特·萨伊（Jean-Baptiste Say）理论在21世纪的复兴，萨伊是19世纪法国的一位经济学家。实际上，在19世纪，有很多法国（同样还有意大利）的经济学家与萨伊一样，都是古典自由主义者，他们的思想栖息于一个由规则主导的世界。在莱茵河彼岸的德国，经济学家和政治家对规则不以为然，规则在他们眼中更像是英国自由贸易者使用的虚伪工具，意图把自己的偏好强加于落后的欧洲大陆。换句话说，在相当长一段时间内，基本上直到20世纪中期，法国人都推崇“自由放任”，而德国人则是“挥霍派”的代表，他们认为财政支出是繁荣和成功的关键所在。因此，若说德法两国经济文化之间存在深刻而不可改变的隔阂，那是不属实的。

正如后文将要解释的，德国和法国对规则的看法发生大逆转，是由一场破坏性空前的历史危机所触发的：纳粹独裁统治、第二次世界大战，以及1940年法国的陷落。德国人认识到，他们需要规则来限制政府独断专行的可能性；而法国则认为，他们战前的第三共和政体，在财政、军事和意识形态方面不够灵活，难以抵抗纳粹威胁。日后，新加入欧盟的中欧地区前共产主义国家，就像1945年后的德国一样，学到了相似的教训：良好的政府、对腐败的制约，以及防止政治权力滥用，这些都需要严格的规则。

本书对持续不断的经济文化冲突给出了与众不同的解释。首先，不同国家对经济学的确有各自不同的理解，但是，当情况发生戏剧性的新变化时，它们是可以改变的。其次，到目前为止——在新危机背景下，对经济问题的重新思考并无太多进展。正好相反，就总体而言，各国都遵循“一切照旧”的方法在行事，围绕着已经建立起来的知识和理论体系筑起壕沟。在应对欧洲危机的过程中发展起来的策略协商这一理性做法，不仅没有解决文化冲突，反而使冲突激化。随着各种事件毫无逻辑地不断演进，法国人表现得更加法国，德国人则更加德国。

马斯特里赫特谈判：歧义和总体规划

《马斯特里赫特条约》为欧元提供了法律框架——它正是当前所面临的问题的根源。它过于简单地假定，只要物价足够稳定，就能确保金融稳定，且财政政策在维护价格稳定中不发挥作用。条约使法国和德国的思想家与政治家得以保留不相容的经济治理理念。简而言之，这是一份关于“欧洲联盟”的条约，但欧洲人看起来好像并不真正想要或者理解“联盟”的概念。

对一些人来说，欧洲现在变成了一个新型政治实体，一个21世纪的后现代国家，在这里，传统的国家主权原则不再适用。条约看起来就像一张通往“更紧密联盟”的详细行程表。但是，其他人认为《马斯特里赫特条约》只是一种条约安排，在条件发生变化时可以被打破。传统的国际法中有“情势变更”原则，虽然事物本身没有改变，但如果基础条件发生变化，则允许打破条约。《马斯特里赫特条约》还有另外一个模糊不清之处：除签订了“不参与条款”（opt-out clauses）的英国和丹麦之外，其他所有欧盟成员国承诺，在符合准入条件后，将加入货币联盟。其结果是，就成员国而言，欧盟与范围更小的欧元区之间是相互分离的。这种分离引发了关于欧洲国家之间“步调不均”的争

论。1994年，《马斯特里赫特条约》刚刚签订不久，德国基督教民主联盟的两名政治家，卡尔·拉默斯（Karl Lamers）和沃尔夫冈·朔伊布勒就发表了一份有影响力的报告，提出欧洲这样的“变动几何体”（varying geometry）需要以法国和德国共同构成的“中坚力量”为基础[注]。

对很多政治家，特别是德国前总理赫尔穆特·科尔（Helmut Kohl）来说，经济因素在欧元区的诞生中并没有发挥重要作用。相反，货币联盟是欧洲的一个崇高的政治计划，它超越了经济现实。人们需要它来阻止德法之间再次发生战争。“和平计划理论”（peace project theory）的支持者所忽视的是，一个国家并不需要货币联盟来改善与邻国的关系。更为不幸的是，运作不良的货币联盟甚至会导致内战，美国经济学家马丁·费尔德斯坦（Martin Feldstein）在20世纪90年代后期就提出过这种警告。

在关于利益的争论中，有一个关于欧元起源问题的更阴险的观点，即关于德国邪恶而深藏不露的总体规划的阴谋论。因为通常来说，德国的工资通胀率低于法国，比地中海国家低得更多，锁定货币汇率有助于确保不断增加出口盈余，不惜以其他国家或地区的不幸为代价。在20世纪末和新千禧年之初，德国成功地以这种方式占据了欧洲经济的主体地位，虽然在一个世纪前，德国企图上位的类似军事计划以失败告终。货币是德国的一个控制工具，这一观点最早的支持者中有一些是英国人，特别是英国前财政大臣丹尼斯·希利（Denis Healey）。但是现在，这种观点已经广为流传，尤其是在欧洲南部和外围国家。在欧元危机中，欧洲南部开始不停地谈论德国霸权。意大利总理马泰奥·伦齐（Matteo Renzi）抱怨说：“欧洲必须要服务所有28个国家，而不是一个。”[注]这种观点似乎无法令人信服，因为发放贷款而后将邻国推入国家破产的泥潭，并非实现稳定繁荣的好方法。

与德国阴谋论相对应的另一种常见说法是，欧元的诞生是法国为1990年同意德国统一所付出的代价。根据这种说法，时任法国总统的弗朗索瓦·密特朗（François Mitterrand）希望终结德国中央银行（以下简称“德国央行”）对欧洲的货币控制。他认为，一个货币联盟应与法国的“经济治理”携手共进，以此推动法国将其中央集权经济体制扩展至整个欧洲。货币联盟，简而言之，就好像是特洛伊木马，可以把法国思想植入欧洲的核心。所以，在欧元危机中，德国评论家们开始讨论欧洲南部的独裁统治，或者抱怨欧洲央行已被欧洲南部政府官员所掌控。然而，这种观点同样不具说服力，因为实际上德国仍旧占据着欧洲政策辩论的中心。

归根结底，货币联盟的目的是以最低的政治代价来处理失衡及财政和货币调整的问题。正因为如此，货币联盟反映出——但还没有解决——法国和德国之间存在的诸多经济理念上的差异。这些差异在最近的危机中成为首要问题。

本书的结构

本书第二篇研究了“马斯特里赫特幽灵”，这是争论的主战场，经济思想在意识形态上的差异再次浮出水面。20世纪80年代末和90年代初，它们在《马斯特里赫特条约》协商谈判中已经发挥了重要作用，而全球金融危机则再次引发欧洲内部的争论。不同的经济理念、偏爱规则和偏爱自由裁量之间的冲突，影响着不同国家在政策辩论中对利益诉求的表达方式。债权国和债务国之间上演了一场策略性博弈：双方都认为对方出于自身利益考虑不会让系统崩溃，于是都在这场不妥协的博弈中一步步走到悬崖边，因为这在双方看来都是合乎情理的，而且很有吸引力。如此这般，思想交锋以及对利益的战略思考，将欧洲带到深渊的边缘。当德国的宪法法院就救助计划是否符合德国法律和宪法原则给出冗长的裁决时，显然是在给德国政府采取更加强硬的

路线提供理由，葡萄牙和希腊的宪法法院也开始采取自己的政治行动，做出财政紧缩措施违宪的裁决。

本书第三篇“马斯特里赫特的继子”研究了应对金融不稳定的问题，这是《马斯特里赫特条约》未涉及的一个重要问题。这部分内容概述了金融治理结构的转变，以及银行联盟如何通过货币联盟来缓解金融不稳定。在货币联盟的背景下影响金融稳定的危险原动力，其典型案例是西班牙和爱尔兰，两国在财政上基本稳健，却被各自的银行系统拖入危机。

继多维尔会谈和德拉吉伦敦讲话之后，欧元危机的第三个分水岭是2013年春欧洲关于塞浦路斯问题的争论。德国的主要观点是，塞浦路斯银行体系的大量负债由俄罗斯寡头资本组成，这些资产可能包含犯罪甚至安全威胁，因此不需要欧洲政府予以特殊保护。从柏林方面来看，塞浦路斯的情况几乎不会构成系统性风险，德国官员抱怨说，“如果塞浦路斯都有系统性风险，那么一切都有系统性风险”。与之相对，法国甚至意大利和西班牙的许多政策制定者担心，对塞浦路斯存款人的不公正对待[注]可能会在其他国家引发银行挤兑（也包括他们自己的国家）。

塞浦路斯危机改变了欧洲人对外部救助的态度。欧元集团（Eurogroup）的新任主席、荷兰财政部部长杰伦·戴塞尔布洛姆（Jeroen Dijss-elbloem）谈到，塞浦路斯提供了一种解决问题的“模板”。甚至在欧洲之外，这看起来也能有力地解决金融危机所引发的问题。例如，颇具影响力的加拿大央行行长马克·卡尼（Mark Carney）推论说，加拿大应当远离外部救助方案，2013年5月，加拿大出台了一项“自救机制”。在欧洲，自救原则是银行联盟提案中不可或缺的部分。批评家们指出，这将破坏货币的交易功能，因为活期存款应当保持信息不敏感（人们应当不必担心其价值），相反，银行应当保持更严格且更高的资本缓冲。在对银行联盟提案的反复仔细审查中，适用

于自救程序的资产数量和种类不断下降。这个自救原则在2015年年末和2016年年初再次遭到打击。意大利的银行向缺少金融知识的零售投资者出售了高风险的次级债券。当一些银行遭遇困境时，这些零售投资者便损失了大部分退休储蓄，引发社会难题；更为悲惨的是，一位领取养老金的老人甚至选择了自杀。

第一篇到第三篇重点关注德法之间的分歧，第四篇则探讨了关于危机的其他不同视角。第十二章研究欧洲经济共同体（European Economic Community，EEC）六个创始成员国之一的意大利。在德法论战中，多数情况下意大利是个旁观者，长期以来被视为在共同政治区域内经济一体化程度不足的典型。意大利南部和北部的长期冲突，是货币联盟内部紧张关系的一个缩影，这可能也表明单靠财政转移支付无法解决这些问题。在经济哲学理念方面，意大利经济学家被划分为两个主流学派，统称为“德国派”和“法国派”。“二战”后，意大利先是被一些自由经济学家主导，比如路易吉·埃诺迪（Luigi Einaudi），他是一位经济学教授，担任战后意大利央行首任行长，随后在1948年成为意大利共和国总统。埃诺迪强调规则的重要性，这与德国秩序自由主义（Ordoliberals）思想十分相似。凯恩斯主义的早期代表是两位著名的意大利经济学家，他们从墨索里尼控制下的意大利逃离，一位是英国剑桥大学的皮耶罗·斯拉法（Piero Sraffa），他试图将凯恩斯主义和马克思主义相结合，另一位是美国麻省理工学院的佛朗哥·莫迪格利亚尼（Franco Modigliani），他是新古典主义综合派的创始人之一。

第十三章首先概括了“英美”的经济思想。总体而言，英美哲学和法国哲学有很多相似之处，特别是都深深根植于凯恩斯主义思想，而且对流动性的重视超过对偿付能力的考量。值得注意的是，每当美国或英国的政治家向欧盟官员推销最优经济政策时，他们对流动性的理解几乎总是与法国保持一致——支持“火箭炮”方法（Bazooka，指具有强大火力的手段）和外部救助计划。法国和英美对欧元危机的诠释都强调了财政联盟的重要性，认为这是确保共同货币联盟顺利运作的必

要基石，尽管英国和美国对财政联盟的观点只是出于局外人的角度。但是，英美和法国的理念在很多重要方面也存在着差异。首先，对政府干预的总体偏好上，英美比法国持更多的怀疑态度。英美两国都赞同在危机严重时，政府能够并且应该出面干预，但是法国认为政府无论何时都应对经济活动进行协调，包括介入金融领域。其次，英美认为债务是一个“依情况而变化的概念”，也就是说，在特定环境下，在还款安排上有一定灵活性。在困难时期，债务无法偿还，但根据破产法，又允许它可以有新的开始。相反，欧洲大陆对债务和偿还要求的解释则更加严格。第三，法国的政策制定者希望建立一个主动管理的国际货币体系，将欧元视为对长期占据霸权地位的美元的替代品。英国支持有利于贸易的解决方案，促使德国更加依赖法国的干预方法。2016年6月23日英国公投退出欧盟，脱欧事件可以看成欧元危机的第四个分水岭。它可能会使英联邦解体，苏格兰（甚至北爱尔兰）独立。同时，它也强化了欧洲内部的离心力。紧随着英国脱欧，荷兰和法国的反欧政党也呼吁举行荷兰和法国等其他国家的脱欧公投。欧洲，特别是德国，面临着进退两难的处境。一方面，对于英国的态度要坚决，坚持维护欧盟的规则，避免其他欧洲国家要求特殊待遇，带来可能造成欧洲分裂的道德风险。另一方面，在当前普遍怀疑欧元的环境下，德国还要避免给反德情绪火上浇油。第十三章还从全球维度分析了危机，特别关注中国和俄罗斯对欧元区困境的态度。

本书第十四章将讨论国际货币基金组织（International Monetary Fund，IMF）的经济理念。国际货币基金组织支持通过债务重组使债务负担可持续，它同时也带来了急需的专业技术和外部纪律约束，其贷款条件和对结构性改革的重视，与德国的观点是一致的。但在财政刺激方面，国际货币基金组织支持法国放松财政规则和增加政府支出的观点。国际货币基金组织也是2008年秋和2009年春美国次贷危机之后，短暂而成功的刺激政策合作插曲中的一部分。对于政府合作能力的盲目自信，导致零和思维再次回潮，上一次出现这种政治形态还是在大萧条时期。

第十五章分析了欧洲央行，它是唯一一个在危机期间权力得到急剧扩张的欧洲机构，但是，通过采取非传统货币政策和新的银行监管法令，这个机构（像全世界的中央银行一样）也发生了根本性的改变。在欧元危机中，欧洲央行和各国政府之间上演了“懦夫博弈”（game of chicken）。欧洲央行认识到，如果它太慷慨，各国政府推动改革的努力就会放缓乃至停滞不前。各国政府也知道，如果它们什么也不做，当危机出现时，寻找出路的责任最终会落在欧洲央行肩上：它将被迫慷慨出手。欧洲央行对债务重组的经济立场是抵制的，其主要论据是，债务重组会破坏货币的作用和功能。结果就是，欧洲央行也倾向于将债务作为一个暂时的流动性问题而不是偿付问题来处理。

本书通过不同的视角，即“条顿人的视角”和“拉丁人的视角”，来审视危机并发掘出其中的差异性。其目的是通过差异性分析，寻找共同点，或至少加深对彼此立场和观点的理解，从而尽可能加快对危机的反应速度。

在接下来的章节，本书就如何才能找到这个共同点进行了探讨。本书的三位作者来自不同的国家——德国、英国和法国，也拥有不同的学科背景——经济学、经济史和公共服务。接下来的章节将讨论如下几个方面：随处可见的最基本的经济困境，它们在金融危机的背景下被进一步放大，在由货币联盟引发的复杂状况中，问题的严重性有增无减；经济领域长期存在的思维差异和政治传统差异，以及这两方面差异所反映出来的政策讨论（以及由此导致的结果）。在开始合作撰写本书时，我们确信，倘若能够战胜所有的分歧和差异，就有可能在欧洲层面实现协调合作。我们不想失去希望，同样，我们也不认为欧洲应当这样。

---

1. 对塞浦路斯存款人的不公正对待，是指政府计划对存款人征税。——译者注

2. Peter Spiegel，“Draghi’s ECB Management：The Leaked Geithner Files，”Financial Times，November 11，2014. 最新登录时间为2016年1月4日。http：//blogs.ft.com/brusselsblog/2014/11/11/draghis-ecb-management-the-leaked-geithner-files。

3. 使用韦伯的“理想类型”概念的标准典型，是经济学家的合理性行为假设，即使在真实的世界里，这也是很显然的，所有的影响——包括传统、效应和非经济结果的影响——世界影响经济行为。韦伯坚持，抽象概念保持逻辑一致是必要的，类似于科学实验，除非在真空环境下，否则难以完美运作。Max Weber，Wirtschaft und Gesellschaft：Studienausgabe（Stuttgart，Germany：J.C.B.Mohr［Paul Siebeck］，2014），13-14。

4. Shahin Vallée，“How the Greek Deal Could Destroy the Euro，”2015年7月27日。最新登录时间为2016年1月4日，http：//www.nytimes.com/2015/07/28/opinion/how-the-greek-deal-could-destroy-the-euro.html。

5. See，for instance，Jeffrey A.Frieden，“The Political Economy of Adjustment and Rebalancing，”paper at JIMF-U.S.C.Conference on Financial Adjustment in the Aftermath of the Global Crisis，Los Angeles，April 18-19，2014；see also Jeffrey A.Frieden，Currency Politics：The Political Economy of Exchange Rate Policy（Princeton，NJ：Princeton University Press，2014）.

6. Claudio Borio and Piti Disyatat，“Capital Flows and the Current Account：Taking Financing（More）Seriously，”BIS Working Paper 525，2015.

7. Max Weber，“The Social Psychology of World Religions，”in From Max Weber：Essays in Sociology，edited by Hans H.Gerth and C.Wright Mills（London：Routledge and Kegan Paul，1948），280.

8. John Gray，Men Are from Mars，Women Are from Venus：A Practical Guide for Improving Communication and Getting What You Want in Your Relationship（New York：HarperCollins，1992）.

9. Robert Kagan，Of Paradise and Power：America and Europe in the New World Order（New York：Alfred A.Knopf，2003）.

10. Paul Krugman，“The Conscience of a Liberal，”New York Times，2009年1月27日。最新登录时间为2016年1月4日，http：//krugman.blogs.nytimes.com/2009/01/27/a-dark-age-of-macroeconomics-wonkish/？_r=0。

11. Karl Lamers and Wolfgang Schäuble，Überlegungen zur Europäischen Politik，September 1，1994.

12. James Politi，“Financial Times interview：Matteo Renzi，”Financial Times，December 22，2015.https：//next.ft.com/content/c6ab59e2-a8c1-11e5-955c-1e1d6de94879.

第二章　权力的转移

在欧元危机期间，欧洲不同经济理念之间的矛盾空前激化，究其原因在于欧洲内部的权力剧变和权力转移。这主要分为两个阶段。第一阶段发生在2010年春天，决策权从布鲁塞尔的欧盟机构手中转移到各成员国的首都。于是，重要决策主要在政府间层面制定。欧洲理事会中的各国元首，以及欧盟经济及财政事务理事会会议（Ecofin meetings）的所有财政部部长成为主要决策者，而欧盟委员会则退居次席[注]。在第二阶段，权力从各国首都向柏林和巴黎转移，最终集中转向柏林。法国和德国之间的经济理念及政治经济传统差异开始凸显，“世界观”也出现明显冲突。事实上，在危机严重时，一些小国，比如希腊，感觉自身已经沦为德法棋局中的一个小卒子[注]。在欧元危机中，唯一一个在地位和影响力上得到显著提升的欧洲机构是欧洲央行，它在对德法差异的分析评估中担当了智囊团的角色，减少了德法的政治纠纷。本书第十五章将有更多关于欧洲央行的介绍和分析。

本章内容介绍了德法轴心逐步在欧洲一体化中成为焦点以及后来分歧产生的大环境。具体而言，本章探讨以下问题：

●为什么德法关系是治理欧洲危机的关键？

●哪些关键时刻和决策触发了导致权力重新分配的一系列事件？

●上述权力转移的根本原因是什么？

●在权力变动中，市场因素，尤其是利率上调的持续性威胁，起着何种作用？

嗜睡的欧洲机构

首先，我们必须回答的问题是，欧洲机构为何如此软弱无能。为什么整个欧洲——拥有欧洲理事会、欧盟委员会、欧洲议会等超国家组织——统统把寻求危机解决方案的任务留给了德法两大成员国。在欧盟内部，欧盟一体化进程的主要推动力一直是作为“条约捍卫者”的欧盟委员会。并且，它往往也视自身为“欧盟卫士”，甚至是欧洲梦的机构化身。欧盟各项条约赋予欧盟委员会几乎垄断性的监管权力。传统上，欧盟委员会负责维护和促进“欧洲精神”，促进成员国之间达成共识和妥协，甚至在国际论坛上为一些小型（国际地位弱）成员国发声。

一直以来，欧盟委员会都对其利用危机和不利事件推动欧洲一体化的能力感到自豪。欧盟精神之父让·莫内（Jean Monnet）曾明确肯定对危机加以利用的必要性。他认为，“欧洲将在一次次危机中得到洗礼，成为全部危机解决方案的总和”。[注]这种态度得到欧盟的广泛认可和肯定。它产生了一种自负情绪，一种“心智泡沫”（mental bubble），使布鲁塞尔的机构人士坚信坏消息就是好消息，因为唯一的解决方案是提高欧洲一体化程度。布鲁塞尔认为危机可以激发机构调整，提高效率，但不会引发根本性变化。布鲁塞尔方面奉行的是递增式的一体化。这种态度在处理一些轻度危机时行之有效，比如农业补贴、鲱鱼捕捞、产品互相认可等问题，但是，当面临关乎生死存亡的重大危机时，这种态度就有问题了。

在这场危机面前，欧盟委员会的态度惊人地温和，处理方案也始终无效。欧盟委员会除在经济调控和金融监管这两个机构直接的职能范围外，从来没有提出过任何有意义的政治举措。欧盟委员会主席若泽·曼努埃尔·巴罗佐（José Manuel Barroso）对于危机处理没有发表过正式讲话，他担心如果过度参与政治领域，会使欧盟委员会名誉受损。欧盟委员会往往是在成员国的要求下才采取政策措施，比如新的

财政规定和经济治理措施。而布鲁塞尔提出的政策措施，如金融交易税和发行欧债，也都夭折，成为泡影。欧盟委员会、国际货币基金组织和欧洲央行这“三驾马车”（troika，希腊2015年大选后改称“机构”）共同承担对希腊、葡萄牙和爱尔兰的监管控制职责，这充分显示出成员国对欧盟委员会缺乏信心。业内人士评选巴罗佐是自雅克·德洛尔（Jacques Delors）以后最能干的欧盟委员会主席，所以欧盟委员会的问题显然不是领导者的个人问题。

欧盟委员会问题的根源在于体制约束。其中之一就是欧盟委员会的规模。欧盟经历了2004年和2007年两次扩张，成员国数量先后达到25个和27个，现在成员国的数量为28个，但各国需有一名委员代表的原则仍得以保留。众多的委员代表就意味着职能划分往往是重叠的，于是就有了两个总负责人，一个负责内部，一个负责竞争。扩张后的欧盟委员会更像一个议会，而不是一个政策制定和实施机构：只有在2014年，在让-克洛德·容克（Jean-Claude Juncker）的领导下，欧盟委员会才实施了行政程序上的简化。

欧盟委员会拥有的权力和可使用的工具在本质上都是监管层面的，并不适用于危机应对。相较于防范危机的发生，妥善处理严重金融危机造成的后果，往往需要动用大量的财政资源。然而，财政资源多掌握在各成员国政府手中，欧盟的财政能力非常有限。另外，由于欧盟预算范围是整个欧盟而不是单单针对欧元区，因此预算计划经常面临来自非欧元区国家的阻力。在这个意义上，尽管欧盟委员会因为危机处理不善颇受诟病，但大部分指责实际上存在不妥。重大的金融危机不可避免地要求财政上的应对措施，但是欧盟在提供财政资源方面无能为力。

欧盟委员会本可以更好地影响危机处理进程，将处理成本最小化，然而欧盟委员会错失了三次机会。首先，在全球金融危机的早期，欧盟委员会有一些关于金融监管框架问题的设想，但未能将这些

粗略的想法转化为具体的行动计划。其次，欧盟委员会还考虑过使用欧盟整体预算作为危机处理核心支柱的可能性。最后，欧盟委员会本该支持沃尔夫冈·朔伊布勒关于设立欧洲货币基金组织（European Monetary Fund）的提议，然而该提议只是昙花一现，仅在2010年3月16日的欧盟经济及财政事务理事会会议上进行了简单讨论。与欧洲央行不同，如果有一个欧洲货币基金组织可以借款给主权国家，并附加制约性条款，也就是说，获得新贷款的前提条件必须是进行结构性改革。

2009年的《里斯本条约》中设立了欧洲理事会主席的职位，赫尔曼·范龙佩（Herman Van Rompuy）为第一任主席，2014年由波兰前总理唐纳德·图斯克（Donald Tusk）继任。欧洲理事会主席的存在感更强，也相应承担起很多重要的任务（如《范龙佩报告》、一系列特别小组等），然而政治上的举措却微乎其微。显然，各国政府并不希望一个设立在布鲁塞尔的欧盟机构扮演过于重要的角色。

第一次权力转移：从布鲁塞尔到成员国首都

最初，德国和法国之间的争论围绕着一个问题：欧洲是否能依靠自身力量解决危机，还是需要一个外部执行机构，比如国际货币基金组织。在德国的坚持下，国际货币基金组织开始参与危机处理。

国际货币基金组织的参与

自2008年全球金融危机爆发以来，欧元区危机的迹象首先出现在爱尔兰。爱尔兰银行体系受到来自流动性和偿付能力问题的共同冲击。在政府全面担保、纳税人为大型银行注资，以及之后欧洲央行和国际货币基金组织给予紧急财政援助的情况下，爱尔兰银行体系才得以稳定下来。

到了2010年1月，希腊对外部援助的需求开始变得迫切。一旦希腊请求援助，欧元区成员国就知道，它们将面临的一大问题是没有现成的金融工具。《马斯特里赫特条约》禁止欧元区成员国相互直接提供财政援助，即“不救助条款”。条约还禁止使用欧盟预算为任何一个欧元区国家提供财务支持。尽管在之后的6月找到了绕开这一法律限制的办法，但是在希腊问题讨论之初，该法律条款有绝对的约束力。

因此，欧元区政府和领导人面临着一个令人不快的新抉择，要么违背“不救助条款”，要么创造出新的融资手段，或者也可以请求外部援助，而援助实际上只能来自国际货币基金组织。早在2009年，国际货币基金组织就对匈牙利和拉脱维亚产生了很大影响，而这两个欧盟国家并非欧元区国家。国际货币基金组织的救助计划严重波及欧元区国家和大型跨国银行，其影响有持续蔓延的风险。欧元区的大型跨国银行在匈牙利和拉脱维亚银行系统中占有很大部分股权，并大量持有这两个国家的政府债券。在第一次“维也纳行动”（Vienna initiative）中，所有欧洲新兴市场国家跨境银行的私营及公共部门控股人都被召集在一起。2010年，欧洲政府将上述三种手段全部付诸实施，宣布“不救助条款”无效，创造了新的融资工具，同时呼吁国际货币基金组织支援欧元区国家政府。

相较于地区性的援助机制，国际货币基金组织具备两重优势。第一，国际货币基金组织遵循既定的流程，从而降低了产生道德风险的可能，并且不太可能由于当事国的不作为导致事态恶化，从而引发代价高昂的国际救援行动。第二，国际货币基金组织的援助行动能够免于某些政治因素的干扰。例如20世纪90年代中期，美国对墨西哥实施的双边援助项目，让人们回想起美国对墨西哥长达一个世纪之久的政治干涉。20世纪70年代中期，意大利寻求国际支援。意大利本可以直接与德国达成协议，但是德国更希望由国际货币基金组织来参与和罗马的谈判。以上两个例子说明，通过国际货币基金组织达成的多边谈

判可以缓和政治局势、减少政治冲突，尤其在由于历史原因和不公正因素造成局面敏感而复杂的情况下。

不过另一方面，国际货币基金组织的参与也遭到很多欧洲国家的反对。反对首先源自政治原因。多米尼克·斯特劳斯·卡恩（Dominique Strauss-Kahn）是国际货币基金组织总裁，同时也是法国总统萨科齐2012年大选的潜在对手，萨科齐不希望他在欧洲政治舞台上获得重要影响力。但是，反对国际货币基金组织介入的更深层次原因是欧洲的保守传统。这关乎欧洲的身份和威望。欧洲人担心，国际货币基金组织介入会给外界造成欧洲人没有能力处理家务事的印象。并且，国际货币基金组织介入的时机可能太晚，不能及时控制和解决危机，对于欧洲国家来说代价或许更大。再者，国际货币基金组织的介入可能会向市场发出负面信号，导致国家或者机构的信用评级下调。类似的，在1997年，日本政府也提出过建立亚洲货币基金组织（Asian Monetary Fund）的计划。当时这个计划遭到美国财政部的阻挠，不过，该组织的设立或许本可以在20世纪90年代末的亚洲金融危机中，起到阻止恐慌情绪蔓延的作用。

“欧元区的问题应该由欧元区国家处理”，这一观点的最大支持者是欧洲央行。在欧元危机时，这个观点似乎被所有欧元区国家和政府接受并认可。2010年3月16日的欧盟经济及财政事务理事会会议召开后不久，德国政府正式表明立场，支持国际货币基金组织介入危机处理。这一决定似乎受到了德国总理内阁核心成员的影响。总理的顾问们并不完全信任欧盟机构，其中包括延斯·魏德曼（Jens Weidmann），他是德国央行行长阿克塞尔·韦伯（Axel Weber）的学生，之后在2011年接替了韦伯的行长职位。并且，他们并不认为自己有能力向财务境况恶劣的国家施加足够的压力来进行变革调整。一个极具说服力的例子发生在1986年《单一欧洲法案》（*Single European Act*）的协商过程中，该法案为之后的欧洲货币联盟奠定了基础。当时，面临大规模财政和负债问题的希腊担心会被迫与国际货币基金组织进行艰难的谈

判。由于《单一欧洲法案》的通过需要所有共同体成员国一致同意，希腊可以利用其投票权向欧洲共同体施加压力，要求或多或少的无条件紧急贷款。2010年，德国政府的观点是，或许欧洲国家的财政负担可以不限于仅由欧元区国家来分担解决，依靠对危机管理的经验和专长，国际货币基金组织也可参与其中。但是，德国同时也考虑采取更加激进的措施，包括把希腊从欧元区成员国中除名[注]。

2010年3月27日，16名欧元区国家领导人表示，原则上同意向希腊提供双边政府贷款，并由国际货币基金组织参与协助。这些举措被认为是安全网，只能作为最后的手段。近几十年来，国际货币基金组织对欧洲国家的救助方案第一次变为现实。自从1999年欧盟正式统一货币之后，没有一个欧元区成员国向国际货币基金组织借过款，而且除了1976年至1977年的英国和意大利，也没有任何一个主要工业化国家这样做过。这样的事态发展不免引起一些震惊，德国也不例外。不过欧洲央行时任行长让-克洛德·特里谢（Jean-Claude Trichet）意识到，他需要适应这些新情况，他否认批评过国际货币基金组织，只是想提醒各国政府意识到自己的责任。他认可这个结果是“可行的解决办法”，反映出这个时代的精神和希望。他声称“相信正常情况下，我们无须使用救助机制，希腊将逐步重获市场信心”。[注]

危机解决方案的形成越来越向着德国主张的方向发展。首先，柏林在早期就一直坚持让国际货币基金组织参与其中。其次，来自德国财政部等部门的代表明确表示，他们不希望由欧盟委员会负责援助计划。法国不反对这些提议，因为法国对欧盟委员会也持有保留意见。在这个阶段，危机处理从超国家机构模式向政府间合作模式转变，这一转变对未来事态走向影响重大。

在2010年3月25日至26日的欧洲理事会之前，德国和法国共同提出欧洲“愿意采取果断一致的行动”，以维护金融系统稳定，其中涉及通过国际货币基金组织进行融资。理事会主席范龙佩被排除在相关会谈

之外。其他欧洲国家领导人对该双边解决方案表示强烈不满[注]，尤其是西班牙前首相何塞·路易斯·萨帕特罗（José Luis Zapatero）。当时德国面临来自国内的巨大政治压力，担心在地方选举中可能面临不利。终于，4月15日，希腊政府正式向欧洲和国际货币基金组织申请救助。德国财政部部长朔伊布勒强调，援助贷款应该是自愿的，因为《马斯特里赫特条约》第125条禁止成员国为其他国家的债务负责。

2010年4月底，最大的问题是如何设计希腊援助计划的融资结构。但是，希腊的问题现在已经发展扩大到更广泛的范围，需要欧洲作为一个整体进行系统性的应对。显而易见的是，无论采取何种应对方式，从根本上来说都是一种创新举动，以往欧盟的传统危机解决机制无法为相应的政策制定提供基础，也没有具体的提案可供参考讨论，只能靠欧洲各国政府临时设计出一套全新的融资方案和机制。

5月2日，欧元集团同意向希腊提供1100亿欧元的贷款计划，其中300亿欧元来自国际货币基金组织。本着稳定欧洲金融体系的原则，欧元集团接下来又同意了5000亿欧元的援助贷款计划，方案的启动需要满足严格的前提条件。国际货币基金组织同样参与了该计划，并承诺提供约2500亿欧元的资金。欧元集团领导人在国际货币基金组织的参与下宣布提供总数达7500亿欧元或1万亿欧元的救援资金。在此之前从未有过类似的声明，且这一声明在当时是有可信度的。尽管这个计划从未实施，但历史因此有了完全不同的结果。

朔伊布勒起初对国际货币基金组织的参与持怀疑态度，他支持建立欧洲货币基金组织。但是不久之后，他开始认识到国际货币基金组织参与欧洲危机处理的好处。这种外部力量实际上可以分散欧洲高度集中的政治权力，最终对推动政治权力从超国家机构向各国首都转移起到了巨大的推动作用。

政府间融资工具：欧洲金融稳定基金和欧洲稳定机制

欧洲政府创造新的融资工具，即当时临时性的欧洲金融稳定基金（European Financial Stability Facility，EFSF）和后来发展为永久性的欧洲稳定机制（European Stability Mechanism，ESM），是标志着权力从超国家机构向各国首都转移的第二个决定性时刻。这两个机构都由克劳斯·雷格林（Klaus Regling）领导。

2010年5月初，希腊明显需要得到财政上的支持，尽管由于条约限制，通过欧盟财政预算对成员国实施资金援助受到禁止。危机迫在眉睫，接下来的几天中更是戏剧性事件频出。5月6日的“闪电崩盘”使市场紧张情绪雪上加霜。高频交易引起美国股票市场剧烈波动，道琼斯指数当天下跌300点。这一外部事件表明，希腊危机可能引发新一轮的全盘崩溃，雷曼兄弟事件可能再次上演。欧元区领导人峰会在5月7日召开，紧接着5月8日至9日又破例召开财长会议。5月7日，法国总统萨科齐提议领导人应该指示欧洲央行购买主权债券，宣称“这是面对现实的时刻”[注]。会议期间，德国财政部部长朔伊布勒的健康状况让事件变得更加戏剧化。20年前的一次暗杀行动让下肢瘫痪的他不得不提前离开，住进布鲁塞尔的一家医院。最后，德国内政部部长托马斯·德迈齐埃（Thomas de Maizière）取代朔伊布勒，会议延后了几个小时才开始。与此同时，欧洲央行宣布了“证券市场计划”（Securities Market Programme），但立即遭到德国央行行长韦伯的反对（详见第十五章）。

欧洲各国政府间的合作干预模式被制度化。欧盟委员会、欧洲央行和国际货币基金组织组成了欧洲的“三驾马车”。“三驾马车”的称谓听上去显得不怀好意，使人联想到苏维埃式的中央集权计划。2015年，为“三驾马车”重新命名似乎也是希腊新救援计划中的一部分，现在统称它们为“机构”（institutions）。

财长会议上做出了四个重要决定。第一，应通过私人债权人渠道向成员国提供援助（相对于国家公共部门），当时这种渠道被称为特

殊目的机构（SPV）。第二，通过特殊目的机构的担保机制，成员国可以在资金方面相互帮助，成员国贡献的资金不能超过其在欧洲央行的资本份额。第三，欧洲机构只能在一定条件下才可干预国际货币基金组织框架下的项目。最后，在激烈的争论之后，欧盟委员会争取到在欧洲央行指导建议下对干预条件进行商议的权利。当时，不救助任何欧元区国家的法律限制被认为具有绝对的约束力。

在之后的6月，一条绕开这种法律限制的途径出现了。按照规定，欧洲金融稳定基金的其中一项任务是“通过提供财政援助以维护金融稳定”，向财政困难的欧元区国家提供可用于银行资本重组的贷款。欧洲金融稳定基金是在卢森堡注册成立的私人公司，基于各欧元区成员国政府联合和互相担保，可以筹集多达4400亿欧元的资金。成员国的认购金额依照各国央行认购欧洲央行资本的比例来分配。为了保证欧洲金融稳定基金获得Aaa信用评级，德国以及其他一些Aaa级国家的认购金额高于其在央行的资本份额。当某些成员国的信用评级下调，其他Aaa级国家就需要对更多的资金进行担保认购。这种做法使欧洲国家对信用评级机构愈发不满。欧洲金融稳定基金在资本市场进行融资，然后向同意整改方案的欧洲国家发放贷款。它也可以参与到一级和二级债券市场，设立以预防为目的的资金项目。对于其他不参与整改方案的国家，欧洲金融稳定基金可以通过向政府提供贷款的方式，向该国金融机构的资本重组注资。非欧元区国家没有贡献资金的义务，但是它们也参与了对爱尔兰的双边贷款项目。

相比欧洲金融稳定基金，另外一家由欧盟委员会运作的机构欧洲金融稳定机制（European Financial Stabilization Mechanism，EFSM）的规模要小得多。该机构发行了由欧盟委员会收入作抵押的600亿欧元债券。这两家机构之间的规模差异很好地反映了权力向政府间的转移。此外，欧洲央行在国际货币基金组织的参与和帮助下，通过创新手段提供流动性，阻止危机蔓延[注]。

然而不久以后，由欧洲金融稳定基金架构带来的局限性便显露出来了。最初基金的规模被设定在4400亿欧元，这个规模当即成为关注的焦点。早在2010年12月，欧洲央行就开始断断续续地要求各国政府将基金规模翻倍，还尝试把基金转变成一个永久性机构（这在2011年6月得以实现）。欧洲央行希望欧洲金融稳定基金可以作为一种预防机制，放宽启动条件。欧盟委员会支持欧洲央行的提议。各国政府起初表示不能接受，它们担心基金规模的膨胀可能会间接导致一些主要担保国的信用评级下调。

2011年6月24日，欧洲理事会决定建立一个永久性的危机解决机制，即欧洲稳定机制。欧洲稳定机制和欧洲金融稳定基金执行相同的职能，包括在市场上发行债券或其他债务工具来筹集资金，为财政困难的欧洲国家提供贷款，参与一级和二级债券市场，设立以预防为目的的资金项目，以向政府提供贷款的方式为金融机构重组提供融资。在法律上，欧洲金融稳定基金是根据参与国之间签订的协议成立的私营机构，而欧洲稳定机制则是通过《马斯特里赫特条约》第136条修正案新成立的一个国际机构。

欧洲机构正在建立，但主要推动力来自几个欧洲大国。在早期关于危机的辩论中，德国总理默克尔的发言极具代表性。2010年5月13日，在庆祝欧洲理事会主席唐纳德·图斯克获得“查理曼奖”（Charlemagne Prize，一个1950年在德国亚琛设立以表彰促进欧洲一体化人物的奖项）时，她警告说：“如果欧元崩溃，那么整个欧洲和欧盟也都会崩溃。”[注]几天后，2010年5月19日，她告诉德国联邦议会，“规则的制定不能偏向弱国，而应向着强国。这一条很难被接受，但它对于经济发展是必要的，欧盟需要承受相应的后果”。[注]这样的言论，可能会被默克尔在国内外的反对者过度解读为德国在强行推动“德化欧洲”。德国社会学家乌尔里希·贝克（Ulrich Beck）把这一外交言论描绘为马基亚维利式的政治权谋，“默克尔把这次危机视为她的一次机会，‘一个有利可图的时刻’。这种运气和马基亚维利式领导力

的结合，使她得以抓住这个历史性机会，在国内外的政治地位都得到提升”。㊟

第二次权力转移：从柏林到巴黎，最终到柏林

各国政府间的谈判日益突显为德法之间的“观念冲突”。法国倡议专注于危机管理，以德国雄厚的财力为后盾，增强流动性供给，维护欧洲的信心和稳定。而德国则从一开始就试图从长远的角度解决问题，专注于更新和修订《稳定与增长公约》（*Stability and Growth Pact*）中的财政规则。在这些尝试失败后，德国才开始遵从市场规律，回归到“不救助条款”，推动希腊的债务重组进程。

在先前的危机中，欧洲依赖德法联盟作为整个欧洲的引擎。2010年曾有段时间，德法两国的关系看上去依旧热络。双方领导人密切会晤，两国携手共事的姿态也在欧洲和国际会议上得以确立和维护。德法引擎正在全速运转。德国总理默克尔和法国总理萨科齐之间直接或间接的对话也持续而秘密地进行着。尽管可能存在巨大的分歧，但是极少在官方报道中出现，公众也不得而知。德法两国主导政策制定，两国在出席欧洲重要会议之前会举行双边会谈，保证立场和观点的一致，这已经成为一种惯例，或更准确地说是一种内在的制度。实际上，很多政策的基本框架，就是在这些会议上决定的。

第一次尝试：修复《稳定与增长公约》

欧元区危机的本质就是不遵守之前制定的规则，例如希腊一直虚报财政状况并且财政状况快速恶化，这直接违反了《稳定与增长公约》的要求。鉴于此，欧洲领导人试图建立一种更加有效、以规则为基础的新框架。早期政策提议的重要支柱之一就是“六项规则”（six-pack），这一机制旨在找出欧盟内部一直存在经济分化的原因，并试图纠正宏观经济失衡（详细内容见第八章）。该提议引起的争论，以

及相关的政策提议，再次显示出欧盟委员会的无能为力。要把提议转变成具体的政策法规，需要主要成员国的支持和推动，特别是德国和法国。

在此之后，欧洲机构的其他一些调整也面临同样的境遇。为了进一步把预算条款载入宪法，德国愿意将部分财政主权转让给布鲁塞尔的欧洲权力机构，但法国不愿意做出这样的让步。正如法国财政部部长克里斯蒂娜·拉加德（Christine Lagarde）所言："法国一直以来支持稳定、可信赖的经济治理，但是并不支持一个权力只掌控在部分专家手中的、完全自动化的机制。"[注]受瑞士在2001年成功推行减债措施的启发，2009年，德国就颁布了有关"债务刹车"的法律。该法律规定逐步削减开支，直至2016年债务水平达标。这项举措现在已经扩大到整个欧洲。最后，法国也不情愿地接受了这项举措。然而该举措的运用必须有所限制（官方发言人的措辞是"精确地使用"），"法国不希望就此引发针对宪法或是欧盟的辩论"。[注]法国同意对那些违反财政规则的国家进行事后制裁。在违反情节严重的情况下，可暂停其投票权。但是，萨科齐坚决反对欧洲当局，尤其是欧盟委员会对国家预算进行事前限制和干预。

通过欧洲金融稳定基金和欧洲稳定机制来解决危机的办法，得到了来自包括法国方面的支持，但规则导向的治理框架的支持者们则总是半信半疑。危机的解决还需要另一支柱——对外围成员国的市场约束。

多维尔会谈：市场约束的力量

2010年10月8日，萨科齐和默克尔在位于法国诺曼底海岸的传统度假小镇多维尔会面，达成了一份"浮士德式协议"（*Faustian pact*）。10月4日至5日在布鲁塞尔举行的亚欧首脑会议期间，德法已经有过广泛讨论。但这次会谈更加紧迫，双方达成了一份引人瞩目的协议。德国方面放弃了之前对于国家预算进行事前控制的要求，法国则同意新的

危机处理框架应当允许“私人债权人的充分参与”。[注]这项新原则被称为“私人部门参与”（private sector involvement），与《马斯特里赫特条约》中规定的“不救助条款”一致。这意味着，持有欧元区国家政府所发债券的债权人，在发行国需要其他成员国财政支持的情况下，需要承担损失［用金融业术语来说就是估值折扣（haircuts）］。这样一来，至少市场可以对成员国的过度财政支出施加一定的事前约束。

多维尔会谈是欧元危机的第一个分水岭。消息来得太突然，当时正在卢森堡参加财长会议的部长们还是从手机中得知关于多维尔协议的公告和内容。这份协议彻底改变了游戏规则，而当时几乎没有政府和央行官员仔细思考它对市场的影响。但欧洲央行行长让-克洛德·特里谢是个例外，他对该协议感到万分不安，他抱怨说“这是要毁掉欧元”[注]（见第十五章）。这是第一次一份官方声明使市场对欧元区国家政府无条件履行其偿债义务的意愿产生怀疑。欧元区的政府债券不再安全。协议对市场产生了立竿见影的影响，并迅速撼动了欧洲的权力制衡。它开启了对这次危机的本质和如何解决危机的一场十分艰难的新讨论。

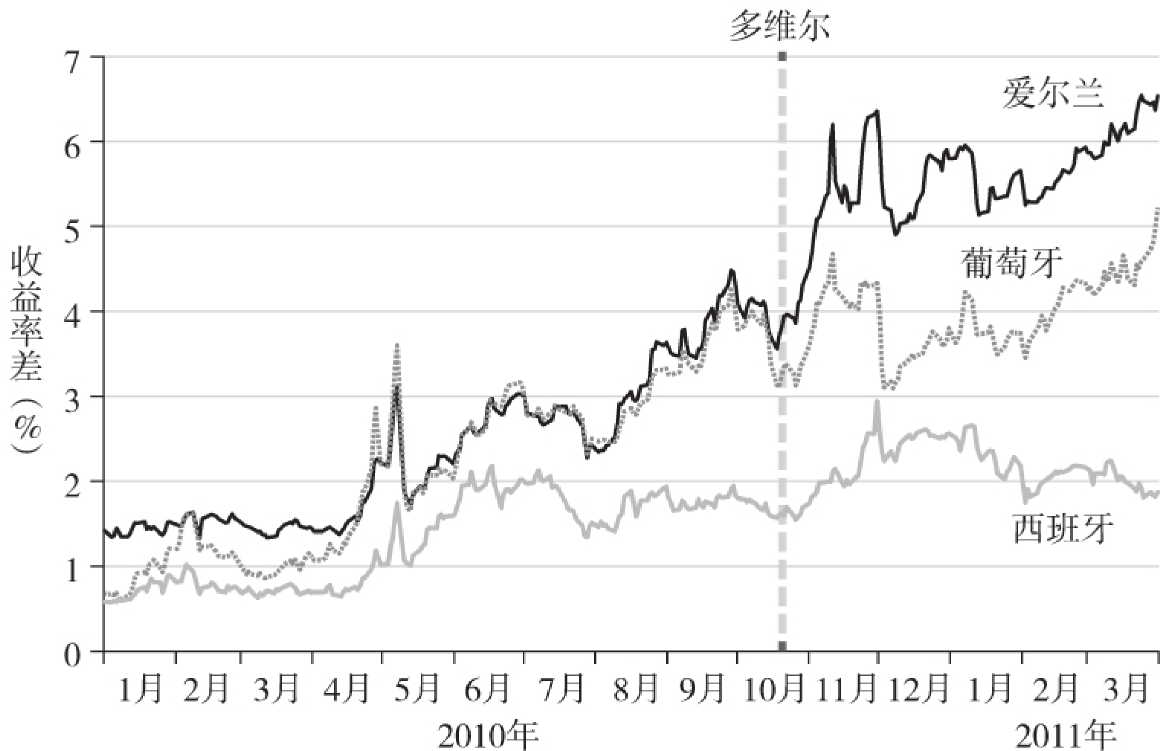


图2.1　爱尔兰、葡萄牙、西班牙政府发行的十年期主权债券与德国政府债券之间的收益率差

资料来源：Datastream。

表面上看，“私人部门参与”原则具有重要意义。经济学家支持的原因在于它为债务可持续性提供了明确框架，政治家支持的原因是它要求“银行家为自己的错误买单”，债务国支持的原因是它能减少潜在的财务支出，债权人支持的原因是它强化了对财政不负责国家的市场约束力。但是，投资者讨厌它，因为债权人可能需要承担损失，这意味着曾经百分之百安全的政府债券，现在面临着新的不确定性。

“私人部门参与”在原则上得到通过，而在它还没有成为正式政策之前，外围成员国的债券（及主权信用违约掉期）收益就已大幅上升。市场认为，外围成员国违约的可能性变得更大。因此，信用违约掉期的利差，即债券买方为了降低违约风险而定期支付的“保险费”也上涨了。这场危机还蔓延至意大利和西班牙。在多维尔会谈之前，这

两个国家以为可以在这场危机中独善其身，尽管先前已经出现了一定程度的利差。但是多维尔协议之后，两国的债券利率水平开始大幅度偏离德国、法国等核心成员国。法国接下来也感受到来自金融市场的压力。从2010年10月开始，危机出现了新的转折点。市场对经济和政治新闻更加敏感。外围成员国和银行都感受到了资金压力。一些全球最大的债券市场的稳定性和流动性受到影响。危机不再局限于小型的外围成员国。欧元区的地基被动摇，其影响波及全球。

无论有意还是无意，默克尔和萨科齐现在已经把德国置于主宰政治辩论的地位上，实际上，德国已经可以在辩论中强加自己的观点。在市场压力之下，主要经济体开始向德国看齐。德国的利率水平和政策是评判欧洲所有经济政策和立场的最终标尺，而市场则是裁判。其他欧洲国家任何偏离德国标准的行为，都会迅速体现为金融市场和经济状况数据的恶化。

之前也发生过类似情况。20世纪80年代和90年代，汇率曾是欧洲各国政府的“警察”。高通胀或经济状况较差的国家将不可避免地面临来自欧洲货币体系内部的汇率压力，它们需要在获得德国同意的条件下，重新就如何与核心成员国保持一致进行协商。在欧元诞生后的十年内，没有过类似的财政“警察”出现。不过2010年之后，政府债务利率突然开始对各国政府构成威胁。从2010年10月开始，只要欧洲国家被认为偏离了严格的财政准则，它与德国之间的利差就会上升，并且如果经济增长被认为过于疲弱，利差还会进一步增大，导致违约风险上升。对于受到危机负面影响的国家，由于无法在保持增长的同时推行强有力的财政整顿，因此在短期内找不到有力的解决方案。把与德国的利差维持在可控范围内，是欧元区所有成员国政府的主要目标，或至少是必须满足的约束条件。

2011年11月新上任的西班牙首相马里亚诺·拉霍伊（Mariano Rajoy）认为，他可以从这种新的潜规则中解脱出来。他发表了强硬声

明，表示西班牙意图完全恢复其财政主权。很快，西班牙债务利率上升，外界开始怀疑西班牙是否具备债务展期的能力。2012年夏，随着西班牙危机加剧，首相马里亚诺·拉霍伊越来越恼火和担忧，那几周，他几乎完全从政治舞台淡出，只关注西班牙足球队在欧锦赛中的命运。

在这一新环境中，德法两国的反应截然不同。之前萨科齐可能已经花了一些时间衡量这个新的权力平衡，但是到2011年第一季度，他改变了立场。法国试图收回对“私人部门参与”的支持。在和德国的多次交锋中，法国试图说服德国放弃“私人部门参与”，或者至少将其限制在希腊范围内。但法国从未成功过。来自爱丽舍宫的消息明确显示，法国主权评级已受到关注，政府正在试图施加影响以避免被降级。多维尔协议引发的影响越来越明朗，而结果令人担忧。

相反，德国对这一新的市场行为表示欢迎。德国对于欧洲机构在财政约束上的无能为力感到沮丧，同时担心国际货币基金组织和“三驾马车”无法成功施加足够的限制条件，而如果不得不向外围成员国提供财政支持，道德风险就会蔓延。2011年12月，德国央行行长延斯·魏德曼直言道，他认为在“接下来的数年内”[注]，意大利完全有能力为其长期债务支付高达7%的利息。一些德国政策制定者认为危机蔓延、欧元区金融系统不稳定加剧等风险都是可以接受的，为了坚持正确的决定，这些风险是必须付出的代价，是一劳永逸的。虽然其他国家往往对这个施加在它们身上的新束缚心存不满，但是它们无法否认一些事实：德国经济表现良好，失业率低，出口繁荣。这使德国的立场很难受到挑战，投资者和市场也已经接受“私人部门参与”，视之为一种操作规范。

权力转移之后

2010年春天，希腊救助计划得以确定，各国政府掌握了财政决策权，致使权力第一次从欧盟委员会向各国政府转移。2010年秋天在多维尔达成的市场约束协议造成权力从各国首都向柏林和巴黎的第二次转移。其他成员国的政治家们抱怨，真正的决定只能从他们在德国和法国的联络人那里得知[注]。德法玩起了“坏电话”游戏（broken telephone，英国又称“以讹传讹”或“传话游戏”）。但与此同时，诺曼底沙滩协议（Normandy beach agreement）使整个欧洲地区的利差扩大。自此，受危机影响的国家最担心的问题是它们的资金成本和政治影响力丧失。法国需要两面兼顾，一方面通过大量的政策举措推行其经济观点，另一方面出于利率因素的考虑不愿意直接与德国公开决裂。任何政策上的出其不意都可能导致债务成本飙升，因为市场将推动债券价格下跌，抬高收益。德国处于领导者的地位，但不仅仅是因为每个国家都想从德国那里得到财政支持。在布鲁塞尔，欧洲机构这次没有像以往那样经历一次“好”危机，先前通过解决危机进一步整合欧洲的旧机制似乎已经失效。看起来，拥有财政权力的各个成员国似乎才是解决危机的信心来源。然而，按照这种逻辑，欧盟需要“再国家化”（renationalization）。相比危机之前，金融市场的国家性也确实更加凸显。

法国和欧盟委员会都试图从德国手中收回一些它们失去的权力。先以法国为例。2012年，法国选民以微弱优势否决了萨科齐连任法国总统。社会党候选人弗朗索瓦·奥朗德（François Hollande）在2012年5月成为法国新任总统。起初，选举结果对德法关系造成了显著影响。像其他之前的新当选领导人（尤其是西班牙首相马里亚诺·拉霍伊）和后来的领导人［意大利的马泰奥·伦齐和希腊的阿莱克斯·齐普拉斯（Alexis Tsipras）］一样，奥朗德把摆脱德国倡导的财政紧缩作为其政治运动的重点。奥朗德把他自己以及法国视为欧洲北部和南部之间的连接点，而萨科齐（尽管不时展现法国对主导地中海地区的浓厚兴趣）则希望和德国成为共同领导者。在一次采访中，奥朗德表示：“法

国是欧洲北部和南部之间的桥梁。我拒绝任何形式的分裂。”[注]这些话激怒了德国领导人，他们相当清楚，奥朗德希望德国社会民主党和基督教民主联盟在2013年9月的德国议会选举之后，能够形成一个大联盟，由此约束默克尔，改变德国和欧洲的政策方向。联盟确实成真了，但是德国的政治论调并没有发生太大变化。结果，法国规划了一个新的拉丁政治团体，西班牙和意大利则加入了法国阵营对抗预算紧缩。

刚一上任，奥朗德和德国总理的关系就经历了“坎坷”的开端。2012年5月5日，也就是就职当天，奥朗德站在一辆小型法国产标致敞篷轿车里，高傲地在雨中完成了就职游行，随后便飞往柏林与默克尔举行第一次会谈。起飞不久，他的飞机受到暴风雨的袭击，被闪电击中，差点被迫返航。一些观察家认为，这预示着德法两国关系的新状态：在暴风骤雨中充满了不确定性。

奥朗德一直反对萨科齐签署的财政约束条约，力争修订该条约。在2012年6月28日至29日的欧洲理事会上，奥朗德在这一问题上遭到默克尔的反对。奥朗德不得不接受该条约，并且还通过了一些附加条款，主要包括由总部设在卢森堡的欧洲投资银行（European Investment Bank，EIB）提供特别贷款计划。

除了政治上的大量分歧，两国关系在形式上也有了重大改变。萨科齐当政时期，两国领导人至少貌合神离，煞费苦心地掩饰私下的分歧，在公开场合假装立场一致。但是，奥朗德和默克尔并不刻意隐瞒他们之间的分歧。这位新的法国领导人和默克尔之间的紧张关系超越了政治层面，变得更加情绪化。在法国总理竞选中，默克尔公开表示支持萨科齐，这是一国对另一国内政的一次不同寻常的干涉。默克尔本来准备公开和萨科齐结为联盟，但遭到萨科齐的拒绝，原因是民意调查显示，来自德国总理的支持会对选举结果造成适得其反的效果。相比之下，默克尔对奥朗德的态度则大相径庭，她甚至在大选之前拒

绝了奥朗德的会面请求。奥朗德当选后，两人的关系也没有得到改善。比如，默克尔邀请英国首相戴维·卡梅伦（David Cameron）和家人到位于柏林附近的总理休假地梅泽贝格宫做客，却没有邀请奥朗德，他没有享受到同等的款待。

在欧元区领导人峰会之前并没有系统性的双边筹备会议。奥朗德公开表态他和默克尔之间存在分歧，似乎下定决心在意识形态上与之对立。在2012年10月的几次欧洲报纸的采访中，他第一次承认德法之间的分歧可能会阻碍欧洲一体化进程。他捍卫欧洲应该团结一致的观点，支持欧债，反对现行的无增长政策。同时，他拒绝采取“财政联邦制”，捍卫国家财政主权的独立。他毫无保留地在公开场合质疑德国的做法，并明确指出默克尔的行为根本上是为了成功连任。

相比总统奥朗德，法国社会党走得更远，试图找到“德化欧洲”的替代方案。奥朗德的政党在党的大会上发布了一份文件，谈到了默克尔“自私自利的不妥协”[注]。但是奥朗德最终还是不得不疏远这种意识形态立场，政府开始就宏观经济和结构改革的必要性展开讨论。后来，政府被重组，曼努埃尔·瓦尔斯（Manuel Valls）出任总理，马克龙（Emanuel Macron）出任经济部部长，改革的方向随之变得明朗，法国在经济政策上向德国靠拢。之后，克里米亚并入俄罗斯、东乌克兰开战、伊斯兰武装分子对讽刺杂志《查理周刊》进行恐怖袭击，这一系列事件使法国和德国政界高层之间的关系进一步改善。一张默克尔扶着奥朗德肩膀的照片广为流传，这张照片被解读为两个欧洲大国和解的象征。作为一个军事强国，法国得以在遏制欧洲东部不稳定因素的谈判中发挥核心作用，德法关系因此变得更加紧密。

德国在欧洲的主导地位面临的另一个挑战是欧盟体制结构的变化。2014年5月，欧盟想要通过议会选举，使欧盟委员会变得更加民主。欧洲的每个政党都可以提名一位领导人作为欧盟委员会主席的候选人。在大选之前，欧元支持者认为选举是欧洲民主新格局正在诞生

的证据。而欧元怀疑论者认为这种新的政治秩序行不通。选民们依旧会像以前一样对待选举，把选举视为在抗议中发声的机会，他们反对的其实是自己国家的政府，而非欧盟。他们还反对为了维护货币统一而执行的财政紧缩政策。

选举中一个最引人瞩目的成果就是新格局的诞生。成员国的投票情况差异较大，出现了两种大为不同的局面，形成两个完全不同的鲜明阵营。欧洲范围内一致的反政府抗议性投票结果并没有出现，也就是说，并没有共同的“反对”阵线。很多国家的选民出人意料地支持他们的政府和欧洲政策，其中包括部分受到危机重创的国家。在南欧、西班牙和意大利，支持的呼声尤其高涨。特别是在意大利，马泰奥·伦齐新的政府改革，使人们对意大利会投出反对票的期望落空。在波罗的海国家，财政紧缩引起的经济影响最为严重，但是那里的选民同样支持欧洲议会的中间派候选人。荷兰右翼民粹主义的疲软，以及德国执政党基督教民主联盟的强劲表现，共同反映出一个现象：一个政治稳定、充满自信的新欧洲。

跨过莱茵河和英吉利海峡，局面又有所不同。在那里看不到一个政治稳定、充满自信的欧洲。英法两国民粹主义政党的叛乱搅动了政治格局。两国的执政党——法国社会党和英国保守党，不仅在选举中被击败，还屈辱地被排到第三名的位置。法国社会党总理将玛丽娜·勒庞（Marine Le Pen）以24.86%的优势赢得选举形容成一场政治地震。毫无疑问，这是因为社会党和政府普遍不受欢迎。而英国独立政党的获胜不能简单地归结为选民对联合政府的抗议和反对。这实际上是选民对欧洲一体化的反对，尤其是对来自欧盟移民的反对。

乐观派和悲观派对这个欧洲民主实验结果的预测都不正确。这场简单的民主选举并没能选出一个明确的欧洲领导人。欧洲人民党候选人让-克洛德·容克获胜成为新一任欧盟委员会主席，此事显得相当复

杂且不民主。但另一方面，并未出现一致的反欧洲主义和反欧盟的浪潮。

容克主要从两方面对欧盟委员会进行了整改。首先，推行新的等级制度，在其他委员之上设立七位副主席。其次，他任命法国财政部部长皮埃尔·莫斯科维奇（Pierre Moscovici）为经济和金融事务委员。皮埃尔认为“3%规则”（the 3 percent rule）太武断，理论上他将负责财政赤字规则的实施。容克安排的巧妙之处在于，任何提案在最终到达他的办公桌之前都需要经过一名右翼委员和一名左翼委员的一致通过。比如，左翼委员皮埃尔·莫斯科维奇需要和作为“财政紧缩改革者”的副主席瓦尔迪斯·东布洛夫斯基（Valdis Dombroviskis）达成共识。容克还与欧洲议会议长、社会民主党候选人马丁·舒尔茨（Martin Schulz）紧密合作，这实际上在欧洲层面实现了左翼和右翼派别的大联合。

看起来，法国似乎又在设法恢复其欧洲的思想领袖地位。与此同时，2015年1月希腊选举后，由左翼党派控制的激进民粹主义政府上台，其目的很明确，就是要寻求德国财政紧缩政策的替代方案。这是德国面临的第三个挑战。希腊新政府的计划是在欧洲范围内带头开展一场更广泛的运动，建立跨国联盟，尤其是在地中海和拉丁欧洲[注]，致力于挑战德国的想法。西班牙左翼政党公民党（Podemos，意为“我们可以”）领袖在社交网站上激动地形容西班牙大选结果，他说：“2015年将是西班牙和欧洲出现重大变革的一年。我们从希腊开始。加油，齐普拉斯，上！”爱尔兰和葡萄牙的反紧缩派人士也有相似的反应。[注]在法国，就连希望摆脱欧元的极右翼也反对财政紧缩。法国国民阵线（French National Front）领导人玛丽娜·勒庞欢迎“对欧元紧缩政策审判”的到来。[注]在2015年6月和7月的危机谈判中，欧洲东北部的小国采取了强硬路线，反对向希腊让步。法国似乎成为希腊唯一可靠的盟友。法国财政部部长米歇尔·萨潘（Michel Sapin）在很多场合明确表达了对希腊的支持。但是这些道德姿态并无帮助，希腊不

得不接受德国倡议的根本性改革。最终，法国偏离德国的思想以及欧盟的机构改革都没能撼动欧洲的权力平衡。

德国面临的第四个挑战源于2015年夏天向北欧涌入的难民潮危机的爆发。德国内部和其他欧洲国家大范围地斥责默克尔把叙利亚难民请到了欧洲，法国领导人也加入其中。事实上，德国的难民政策是之前宪法法院的裁决，允许难民进入接收国，从接收国政府领取高于入境国工资的福利金。德国联邦移民局（German Federal Off-ice of Migration）先前决定暂停《都柏林公约》中对难民待遇的详细规定，默克尔在电视声明中也表示“德国可以做到”。鉴于部分难民对德国妇女骚扰的行径遭到投诉，再加上对恐怖分子利用难民潮在欧洲包括巴黎和布鲁塞尔策划袭击的普遍担忧，德国和法国政府之间的关系愈发疏远。

终于，2016年6月23日，英国的脱欧公投结果不仅震动了英国，也震惊了整个欧洲。市场措手不及，直接结果是英镑大跌，整个欧洲股市大跌。6月24日，英国首相卡梅伦宣布辞职，表示将由新任政府来接管棘手的脱欧谈判工作。两个主要政党之间产生了裂痕。其他欧洲国家担心，英国的拖延战术会导致普遍的不确定性，抑制投资，甚至促使其他国家退出欧盟。欧盟领导人聚集在柏林，这是权力转移的又一迹象。看起来，德国总理默克尔再次成为无可争议的欧洲领袖。她回应道，英国不应该被“残酷地”对待，应该给它时间制定退出策略。根据《里斯本条约》第50条，需要两年的时间才能正式完成脱欧的所有程序，在进入正式流程之前，不会有任何初步谈判。

德国在欧洲的主导地位似乎愈发明显。唯一一个在欧元危机中逐渐获得重要影响力的欧洲机构是欧洲央行——“欧洲货币的守护者”。在欧洲央行理事会中，大多数国家的经济理念更接近危机管理的方式，而非考虑道德风险的长期稳定模式，此类国家在理事会中占多数，这让德国有了局外人的感觉。从某种意义上来说，位于法兰克福

的欧洲央行既成为柏林的重要合作伙伴，也是主要对手。第十五章将专门探讨欧元危机中欧洲央行的作用。

在欧元危机的处理中，权力重心从欧洲机构转移到各国首都，多维尔协议之后，主要集中到柏林和巴黎，再之后，权力也从巴黎手中流失。法国有着根深蒂固的政治弊病，部分原因（但非全部）是由于法国相对较差的经济表现。这些政治因素很大程度上造成德法轴心的重心向德国偏移。德法权力平衡的变动影响着危机处理中可能采取何种行动。重点问题不仅仅是两国之间经济利益的差异，更是经济理念的差异。德国以及一些北欧国家的传统经济理念与法国以及南欧国家盛行的凯恩斯式理念有着显著的差别。在接下来的两章中将着重阐述两国的文化差异、经济思维差异的历史根源，以及思维差异如何在危机的不同阶段产生影响。

---

1. 拉丁欧洲指语言源于拉丁语的欧洲国家，如法国、摩纳哥、西班牙、意大利、梵蒂冈、圣马力诺、安道尔共和国、摩尔多瓦共和国。——译者注

2. For a similar analysis of what he calls the EU2 where “the real power lies，” see Anthony Giddens， Turbulent and Mighty Continent： What Future for Europe？（Cambridge，UK：Polity Press，2013），6-7.

3. Peter Spiegel，“Varoufakis Unplugged： The London Call Transcript，” Financial Times， 2015年7月27日，新登录时间2016年1月4日，http：//blogs.ft.com/brusselsblog/2015/07/27/varoufakis-unplugged-the-london-call-transcript。

4. Jean Monnet，Memoirs，translated by Richard Mayne （New York：Doubleday & Company，1978），417.

5. Carlo Bastasin，Saving Europe （Washington DC：Brookings，2012），166.

6. “Who Will Rescue Greece’s Rescuers？”Wall Street Journal，2010年3月28日，http：//www.wsj.com/articles/SB10001424052748704100604575145450147500816。

7. Bastasin，Saving Europe，166-67.

8. 同上，第193页。

9. 欧盟委员会首先采取措施，发表名为《加强经济政策协调》的文件，表示为使欧洲金融稳定基金全面运作起来，需要一个永久性的危机解决机制。这反过来有现存机制在

《稳定与增长公约》下得以改善，从国家财政架构、激励和制裁措施等方面有所改进，满足《稳定与增长公约》中的规定，强化宏观经济监测，达到更好的事前财政政策协调和整合。（European Commission, “Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the Economic and Social Committee, and the Committee of the Regions: Reinforcing Economic Policy Coordination”，2015年5月12日）。然而后来，管理中的政府间协调安排变得明显可见，所有欧元区成员国家都被任命为委员会成员。救援支出的提案被一致通过。到7月9日，欧洲金融稳定基金得到90%的投票通过，正式开始运行。

10. “Merkel Warns of Europe’s Collapse：‘If Euro Fails， So Will the Idea of European Union，’” Spiegel Online，2010年5月13日，最新登录时间2016年1月4日，http：//www.spiegel.de/international/germany/merkel-warns-of-europe-s-collapse-if-euro-fails-so-will-the-idea-of-european-union-a-694696.html。

11. Deutscher Bundestag，Stenografischer Bericht，17/42.Sitzung，Berlin，Mittwoch，den 19.Mai 2010.

12. Ulrich Beck，German Europe （Cambridge，UK：Polity Press，2013），54.

13. “France，Germany Split on Automatic EU Budget Fines，” EUbusiness，2010年9月28日，最新登录时间2016年1月4日，http：//www.eubusiness.com/news-eu/finance-economy.6an。

14. Jan Strupczewski and John Irish，“Berlin，Paris Seek EU Treaty Change to Handle Crises，” Reuters，2010年10月18日。最新登录时间2016年1月4日，http：//www.reuters.com/article/euro area-crisis-resolution-idU.S.LDE 69H2DD20101018。

15. Erik Nielson，“Euro Area Bond Haircuts Must Look Appealing，” Financial Times，November 9，2010.Last accessed January 4，2016，from http：//www.ft.com/intl/cms/s/0/59e597dc-ec15-11df-b50f-00144feab49a.html# axzz3v4IOkBH2.

16. Bastasin，Saving Europe，225.

17. Jeff Black and Rainer Buergin，“Weidmann Says ECB Council Skepticism about Bond Buys Growing，” Bloomberg Business，2011年12月14日。最新登录时间2016年1月4日，http：//www.bloomberg.com/news/articles/2011-12-14/weidmann-says-ecb-council-growing-more-skeptical-about-bond-buys。

18. Simeon Djankov，Inside the Euro Crisis：An Eyewitness Account （Washington DC：Peterson Institute for International Economics，2014），84.

19. Angelique Chrisafis，“François Hollande：Look Past Austerity or Risk Falling Out of Love with Europe，” Guardian，October 17，2012.Last accessed January 4，2016，from http：//www.theguardian.com/world/2012/oct/17/francois-hollande-interview-eu-france.

20. “L’intransigeance égoïste de la chancelière Merkel，” Le Monde，April 26，2013.最新登录时间2016年1月4日， from http：//www.lemonde.fr/politique/article/2013/04/26/le-ps-denonce-l-intransigeance-egoiste-de-la-chanceliere-merkel_3167068_823448.html。

21. Guardian，Monday，January 26，2015.Retrieved from http：//www.theguardian.com/world/2015/jan/26/spain-podemos-syriza-victory-greek-elections.

22. See Ashifa Kassam，Henry McDonald，Stephanie Krichgaessner，and Anne Penketh，“Syriza’s Election Victory in Greece—How Europe Reacted，” Guardian，January 26，2015，http：//www.theguardian.com/world/2015/jan/26/-sp-syriza-election-victory-greece-europe-reacted？CMP=share_btn_link.

第三章　德法差异的历史根源

19世纪初，法国大革命前的财政部部长雅克·内克尔（Jacques Necker）的女儿、进步知识分子斯塔埃尔夫人（Madame de Staël），写了一篇文章《德国》（*De l’Allemagne*），试图向法国解释德国。她开篇就写道：“法国和德国处于道德链的两个极端。前者认为外部事实是所有思想的原动力，而后者认为思想产生所有的感官印象。这两个国家在社会关系层面达成基本一致，但是在各自的文学和哲学体系层面却不能更加对立了。”[注]在她之后，大量的杰出文学界人士和思想家都做出了相同的尝试，企图向德国、法国解释对方，其中包括海因里希·海涅（Heinrich Heine）、亨利希·曼（Heinrich Mann）、弗朗索瓦·佩鲁（François Perroux）、雷蒙·阿龙（Raymond Aron）、让-保罗·萨特（Jean-Paul Sartre）和约瑟夫·罗旺（Joseph Rovan）。在政治层面，“二战”后重建德国的康拉德·阿登纳和法国20世纪中叶的伟大领袖夏尔·戴高乐，都被对方国家的历史所吸引。两个国家在理念上不相容，不仅体现在经济层面，在其他思想领域也同样引人瞩目。不过，并没有人真正尝试和解。

本章探讨以下问题：

●法国和德国截然不同的经济管理方法是如何产生的?

●文化差异如何影响欧洲货币和金融框架的构建?

●德国联邦制和法国共和制之间的差异发挥了怎样的作用?

●德国以中小企业为主的经济结构和法国以国有冠军企业为主的经济结构之间的差异，是否导致达成一致的经济政策更加困难?

●在两国关于工资的劳资谈判中，为何德国的工会和雇主之间的关系更加协调合作，而在法国两者之间更具对抗性？

●两个国家以往不同的通胀情况起到了什么作用？

●这两个国家如何看待它们与邻国经济以及全球经济的关系？

德法文化差异

起初，德国和法国之间确实存在明显分歧的说法听起来令人吃惊。毕竟，两个国家是友好邻邦，并且有着许多共同的政治传统和对未来的展望。它们的法律传统都是基于罗马法而非普通法（或判例法）而形成的，后者是英国和美国的法律特征。在法国和德国，启蒙运动和18世纪重商主义（或国家科学主义）的传统，奠定了现代国家参与经济治理的基础。通过这种方式，政府与其高尚的人民公仆处于特殊的位置，对公众利益和长期利益做出判断。更令人惊讶的是，德国在经历了危难之后，基本的经济导向发生了戏剧性的转变，尤其是纳粹独裁统治的灾难，把德国从以国家为中心的传统推向以规则为基础的自由主义。在莱茵河彼岸的法国，传统的自由主义不受推崇。法国在1940年严重地走下坡路，政治、军事、经济界的精英们，不仅因战败而信誉扫地，更受到随后投靠纳粹或叛变的影响。法国思想家热衷于对经济进行规划。两国经济文化方向上的逆转，实际上为欧洲的变革方式提供了两个极端的例子。欧洲的变革，或者说进步，几乎总是发生在大动乱和大灾难之后。

对文化的态度，可能兼具极大的可变性和异常强的惯性。1856年，托克维尔在《旧制度与法国大革命》一书中宣称，法国作为“一个民族的主要特征如此一成不变，以致从二三百年前的肖像中便可辨认出来。但是在日常观点和品位方面又是如此善变”。[注]法国“比起美德，被赋予了更多的英雄主义。比起常识，被赋予了更多天赋。比起

伟大企业的诞生，伟大的设计更容易出现在这个国家。法国是最辉煌也是最危险的欧洲国家，最有可能引起钦佩、仇恨、恐惧、遗憾的国家，但是绝对不会冷漠”。到了20世纪，类似的矛盾现象也存在于德国。德国是一个强烈知性理智的国家，同时具备极大的残暴特质和破坏力量。外国观察家认为，德国20世纪混乱状态的根源，可以追溯到上百年前的马丁·路德，甚至是古代“条顿森林”的原始部落。托马斯·曼在其晚年的代表作《浮士德博士》（*Doctor Faustus*）中分析了德国的情况。这部小说中的主人公指出，德国“能够在思想和存在方面，同时实现两种对立的原则”。他的朋友回应道，“德国是一个丰富的民族”。主人公则回应说，“是一个让自身和外人都感到困惑不解的民族”。[注]

一些现代经济学家试图用他们对长期民族特性的认知，来解释一个国家的经济模式。因此，近年来对理解欧元危机所做的尝试，围绕着各国民族文化的不兼容性，特别是一个沉迷于“欺骗”的民族文化（希腊）和一个迷恋“惩罚”的民族文化（德国）之间的不相容。经济学家们继而发展出一个两种文化之间相互作用的模型：

希腊和德国之间的相互作用，产生了希腊过度“欺骗”以及德国过度“惩罚”的情况，社会福利普遍受损，并且由于文化传统规范的惯性不会很快消失，文化的异质性随之不断增强。在这种情况下，重新考虑是否加入欧盟的国家面临着两个选择——要么退出欧盟，使本国的货币系统恢复平衡，要么考虑建立一个财政机构，具备执行任何“惩罚或宽恕”政策的能力，从而可以用更低的代价向稳定状态转变[注]。

以上思索提出了一个问题，即体制框架内的革命性进步在何种情况下会如何改变行为，并由此改变根深蒂固的文化规范。举另外一个欧洲国家的著名例子，波兰人的懒惰和欺骗文化被德国人痛斥为“波兰式混乱”。但在波兰人结束了计划经济，引进民主制度和市场经济后的几年内，形成了一种截然不同的文化形象，波兰成为最勤奋的欧洲民

族。这个强有力的例子说明，文化上的差异不仅促使体制框架的设计要尽量遵从这种差异，还允许对其进行改变。

联邦制和中央集权制

法国中央集权制的根源

要解释德法思想分歧，最简单的就是从政治结构的角度出发。重商主义是官僚机构引导经济治理的早期现代模型。它对一个国家来说，是很有吸引力的哲学思想，但是它显然需要一定程度的中央指导。在所有欧洲国家中，法国最接近集中统一国家的理想形态。意大利在19世纪60年代建国时，也采取了法国式的中央集权政治模式（当然也可能是错误的），尽管意大利不同区域在思想文化、社会结构和收入水平上有着巨大的地区差异。事实上，历史学家观察到，法国政府的中央集权具有长期的连续性，跨越不同时代和意识形态之间的鸿沟，从查理曼大帝和墨洛温王朝，从波旁王朝的路易十四，到法国大革命和拿破仑时代之后由中央任命行政总督的体制结构，以及之前的“君主制复辟”，再到1848年的共和国、第二帝国、第三共和国等时期。根据托克维尔和阿尔伯特·索雷尔（Albert Sorel）的分析，法国大革命的历史作用，只是完成或实现了由旧制度所设定的任务。因此，集权制在法国可以追溯到1000多年前。

从神圣罗马帝国到德意志联邦共和国

相比之下，现代德国一直是联邦体制，除了纳粹统治的12年内执行了统一和集中的“独裁制度”。在1806年之前，德语地区在神圣罗马帝国的松散管理下，大约有350块领土单位直接从属于一个散漫臃肿的司法系统，在外交政策方面受到一些名义上的限制。其中不乏一些大州，如勃兰登堡—普鲁士、巴伐利亚、萨克森和符腾堡，而最小的单位是一些小城镇，甚至是村庄的一部分。1815年维也纳会议后，一些

遗留的旧秩序被保留在由38个州构成的德意志联邦，其中包括一些很小的州。1871年德意志帝国建立，但诸侯联盟的传统仍然得以留存。南部的三大州，巴登、巴伐利亚和符腾堡，甚至保留了自己的军队。这种结构被1919年的魏玛共和国保留了下来，尽管很多批评家认为，这种结构在政治和经济上都是失效的。1945年后，美国坚持认为，德国应该回归联邦制传统。斯塔埃尔夫人在她的分析中着重描述了这种传统，她写道，拉丁语系国家有“逃脱责任的技巧”，德国则形成鲜明对比，缺少这种“厚颜无耻的灵活”，反而痴迷于“规则和公正的必要性”[注]。

德国传统强调“依法治理”的观念，或者更准确地说是依照规则治理。德国宪法律师们喜欢引用18世纪普鲁士腓特烈大帝时期一个磨坊主的轶事：当国王想要夺取他的磨坊时，磨坊主理直气壮地说，“柏林那里有法官”。法国剧作家弗朗索瓦·安德里厄（François Andrieux）使这个典故广为流传，但他同时也指出德国关于规则的伪善。根据法律规定，国王尊重一个卑微磨坊主的私有财产，但是不顾及其他国家的法律，派兵出征占领了西里西亚。“他们尊重一个磨坊主，但是攫取了一个省。”[注]

联邦制在最小化冲突的同时允许差异的存在，而中央集权制则通过执行中央权威消除差异，由此抑制冲突。因此，联邦制国家需要制定规则来处理思想观念上的巨大差异。在2015年史蒂文·斯皮尔伯格的电影《间谍之桥》中，汤姆·汉克斯扮演的主人公詹姆斯·多诺万律师，被一名中央情报局特工逼迫透露他和客户之间的谈话。主人公向特工说明他们的背景差异，“我来自爱尔兰，你来自德国。但是，是什么让我们都成了美国人呢？原因有且仅有一个，那就是规则，我们称之为宪法的规则。我们认同这些规则，是它们使我们都成为美国人”。

法兰西第三共和国时期（1875—1940），教育归国家中央机构主管。有人说，教育部部长或者总统只需要看看手表，就可以马上知晓

法国每一个11岁儿童正在学习课本的哪一页。相比之下，德国有关教育、治安，也包括经济促进活动，是由各个州分管负责，中央政府并不负责这些方面的管理。任何一幅两国的铁路系统图，都可以清晰地显示这种鲜明的对比。法国的铁路地图，像一个巨大的轮辐系统，以巴黎这个政治中心为核心向外辐射出去（有一些重要的经济区域，譬如北部加莱矿地和洛林矿地，一直到20世纪中期才被连接起来）。而德国铁路地图有很多节点，彼此之间相互连接。毫无疑问，这种地域上相互之间的便捷关联，也构成德国经济上的优势。

联邦制国家对中央集权原则的怀疑，体现在德意志联邦共和国始终坚持立法需要通过议会批准的原则，以及需要由最高法院即宪法法院进行审查的制衡原则。在整个欧元危机中，德国政府对每一个救助计划是否需要通过联邦议会批准都有所担忧，这给德国在欧盟的伙伴国造成持续的困扰。批评人士甚至向宪法法院申诉德国政府。相比之下，有争议的立法却可以在法国通过法律裁决得以实施，尽管反对者谴责这样的做法不符合民主立法程序。2015年，一部有关经济自由化改革的法案《马克龙法案》，在经过111个小时的议会辩论和82个小时的听证会之后，依法通过。该法案的通过，遭遇了来自执政的社会党内部的强烈反对。政府本可以简单地行使宪法第49-3条款。该条款自1958年以来，已经被使用了50次，其中包括左翼改革派米歇尔·罗卡尔（Michel Rocard）的28次（他在1988年至1991年7月担任法国总理[注]）。而德国则把这种强制性的法律规定和推翻宪法联系在一起，认为这在两次世界大战之间削弱了魏玛共和国的权威，并导致纳粹独裁统治。

银行和金融

现代德国强调联邦制的重要性，也体现在其金融系统的差异上。法国的银行体系高度集中。在“二战”后的经济恢复时期，三大吸收存款的银行均被国有化，为实现经济规划，三家银行的投资由法国财政

部统一协调[注]。而战后德国的很多银行，保持并且至今仍维持着区域性银行，尽管在1870年至1945年，有一些“大型全能银行”表现突出，当时这些银行位于柏林，包括1949年之后迁到法兰克福的德意志银行和德国商业银行。这些银行与体系完善的储蓄银行以及合作银行共存，并通过区域性批发银行机构形成银行集群，而储蓄银行直到最近仍为地方州政府所有。

联邦制政体要求更加严格的法律框架，来平衡不同地区的利益，确保一个地区不会凌驾于另一个地区之上。因此，需要建立更加严格的机制来控制中央的财政积极主义。对财政事务和财政政策来说更是如此。一种被称为“财政平衡”的复杂制度，管理着德国国内的财政转移支付，其中的条款存在明显争议，使该制度无法被频繁修订或者重新商议。

与联邦制相关的问题，也影响了货币政策的前景。在“二战”后的世界中，欧洲对美元的看法是，美元作为美国政策的一种工具，被操纵和工具化了，通过20世纪60年代末的“善意忽视”，或者是20世纪70年代末的“恶意忽视”，强迫其他国家承担美国政策的负担或成本。从这一点来看，美元是“全能”货币。法国的应对策略是，为欧洲设计各种方案来增强自身的反应能力，以此影响外界对法郎的估值。德国对此持怀疑态度，更倾向于把马克视为限制而不是强化其政策操作空间，德国人认为，“货币是不能被操纵的工具”。德国的观点源自联邦制的货币特性：联邦制国家需要限制货币创造，因为货币扩张会以迥然不同的方式影响收入。

过去的货币不稳定威胁脆弱的政治系统，甚至使之面临分崩离析的风险。德国货币当局从不会轻易同意将任何未清偿债务转换成货币。相反，它会出于社会整体利益的考虑，决定某些行业、银行或政治机构继续经营，并因此将它们的债务货币化。那些没有享受到特殊待遇的行业、银行和政治机构，难免会愤愤不平，认为中央银行滥用

职权。在联邦制中，特别是那些远离中央的企业和政治机构，很容易被货币刺激政策排除在外，因而更容易感到被孤立和疏远。

20世纪20年代初，德国的恶性通货膨胀煽动并助推了巴伐利亚、莱茵兰和萨克森的“分离主义”，因为这些偏远地区认为自己受到柏林的德国央行和中央政府的忽视，而首都和相关利益团体则受到特别优待。分离主义者非常激进，其中包括萨克森的左翼人士，巴伐利亚和莱茵兰的极右翼人士。对通货膨胀造成的后果，德国人刻骨铭心，但是它绝对不是德国独有的现象。最近在其他国家也发生了类似案例，联邦制同样因通货膨胀而削弱。在20世纪80年代末的南斯拉夫，随着社会主义体制的解体，位于贝尔格莱德的货币当局与塞尔维亚政治家，比如斯洛博丹·米洛舍维奇（Slobodan Milosevic）以及塞尔维亚商业利益集团最为亲近。克罗地亚和斯洛文尼亚想要分离出去。同样，在苏联，通货膨胀就像莫斯科中央政府官僚的操纵工具，远离中央的地区想要分离独立。在恶性通货膨胀的助推下，国家内部关系日趋紧张，苏联和南斯拉夫的联邦制最终崩溃。

对于20世纪20年代的恶性通货膨胀，德国的应对措施是制定新的银行法，保护中央银行不受政府干预。1957年的《德意志联邦银行法》确保新央行在货币政策上的自主性，结果产生了很多冲突。20世纪50年代后期的总理康拉德·阿登纳，以及20世纪70年代的总统赫尔穆特·施密特，一致斥责中央银行的做法阻碍了经济发展，而德国央行的行为确实是一家独立的中央银行应有的表现。

直到20世纪90年代中期，法国的一个普遍共识是，在一个统一的共和国中，存在一个独立央行是不可取的，因为它从中央政权的控制中脱离，而中央政权恰恰直接反映了人民的意志。20世纪90年代初期，法国财政部部长克里斯蒂安·努瓦耶（Christian Noyer）（后来成为法国央行的行长）指出，央行的独立性不符合法国的共和国传统，因为共和国是“一个不可分割的整体”。[注]克里斯蒂安指出，像法国、

日本这样的集权国家，在对抗通胀方面有着出色的战绩。而这些国家都对央行施加政治控制。从根本上说，独立的央行适合联邦制国家，如德国、瑞士和美国。尽管他当时并未指出，但是就此可以推测，独立央行也同样适用于欧洲共同体或欧盟(注)。正是这些经验模式，主要指德国也可能包括美国，为如何构建一个新的欧洲中央银行，提供了最有希望的蓝图。

中小型企业和国有冠军企业

法国的国有冠军企业

联邦制的问题，不仅影响一个国家的结构，也影响经济组织的形态。法国经济由竞争力强的大型跨国公司主导，在《金融时报》（*Financial Times*）全球500强企业榜单上，法国公司多于德国公司。2014年，24家法国公司和20家德国公司榜上有名（由于福布斯榜单计算方式不同，结果略有差异：法国公司31家，德国公司28家）。大型企业和政府关系密切，政府也将提升大型企业的利益视为公共事业。这种关系在法国拥有很长的历史，至少从19世纪开始，法国公司力争获取政治租金，商人涉足政界，从而影响立法，家族企业怂恿他们的女儿与政府官员联姻，以扩张在当地的控制权，生产型企业把自己的产品和国家形象紧密挂钩。这些行为造就了法国企业的传统。一个臭名昭著的现代案例是，法国政府采取干预措施，保护大型食品企业集团达能，防止它被外国公司战略性收购，其理由是，食品是法国文化认同感的一种体现。

德国也有政府支持的具有国际竞争力的大型公司。在19世纪，同样有争夺政治租金的行为发生：电器公司巨头西门子和德国通用电力公司（AEG）把总部和大量生产线迁至柏林，并非出于资源方面的考虑，而仅仅是因为那里是德国政府的新府邸。但是，德国同时也有大量的中小型企业（通常被称为Mittelstand），它们常常是中产阶级力量

的孵化器，并为整个社会注入中产阶级的活力，从而稳定社会。这种说法无论是在近代欧洲、早期的工业革命，还是中世纪的欧洲，都同样适用。近年来，小型企业（且通常是新生企业）一直是就业机会的主要来源。小型企业的命运对国家整体经济有着重大影响。1980—2005年，美国私人部门新增就业岗位全部来自创建不满5年的公司。相比之下，多数大型企业都在优化结构或裁减人员。统计数据表明，2000—2005年，德国的中小企业是工作岗位的净创造者（提供了100万个新的就业机会），而大型企业则流失了80万个工作岗位。

德国的中小企业

德国中小企业在地理分布上比较集中，主要位于南部的巴伐利亚和巴登—符腾堡，还有部分分布在前民主德国（简称“东德”）南部的萨克森和图林根。19世纪和20世纪早期，德国历史上的经济中心位于莱茵—鲁尔盆地，和法国一样被大型企业占领。社会学家加里·赫里格尔（Gary Herrigel）称之为“对比鲜明的工业格局”。[注]然而，联邦制意味着小型企业在州和地方政府都拥有支持者。

两种截然不同的经济理念不断发展的同时，两种经济结构的根源要追溯到很久以前。在欧洲，经济发展的关键在于社会空间的特征。具体来说，城市的动态发展为人员流动创造了独特的机会。中世纪和早期近代欧洲，有两种城市模式：一种是大国的行政首都，充斥着官僚主义，杂乱无章地不断向外蔓延拓展，那不勒斯就是一个例子；另外一种则以商业活动为重心，而且这些城市往往自主管理，在这些城市中，秩序、正义、和谐、教育和美德不仅改变城市本身，也影响着周边地区。安布罗吉奥·洛伦泽蒂（Ambrogio Lorenzetti）在他的那幅悬挂于锡耶纳市政厅的著名壁画中描绘了“好政府对城镇和国家的影响”，人们在城市街道上欢快起舞，城墙外的农民们各自耕种着自己的农田，一派祥和的景象。而对比图中，则展示了一座饱受犯罪、疾病和干旱折磨的城市社区。

特别是城邦国家，像一块磁石，将雄心勃勃的人们聚集在一起。这种中世纪晚期的政治形式也为公众提供了参与政治的渠道，在罗伯特·帕特南（Robert Putnam）的著名分析中，这种形式对20世纪的政府和民主政治的有效性有着重大影响[注]。西欧城市有一种特殊的独立性，为创新奠定了基础。城市像磁铁一般，把人们聚集起来，就创意展开讨论、开发并实现它们。现代商业依赖于城市化。城市中心相互连接，相比于中央威权政府采购的集中指导，它们能够为贸易的发展提供完全不同的自由土壤。

在这种以小型企业为主的经济模式下，供应商、采购商、竞争对手等各个参与方，持续不断地相互影响、相互作用。现在，这种模式依旧是德国南部、意大利北部以及瑞士的商业环境的特征，很多充满活力的出口导向型小生产商聚集于这些地区。很多国家偶尔也会通过制定相应政策和国家计划等方式试图效仿。但是它们发现，想要复制这种模式异常困难。因为它依赖于一个奇特而又深厚的历史渊源，所以无法轻易移植。

正如锡耶纳市政厅的壁画所描绘的，公众参与依赖于自发产生的社会秩序。如果受到上层官僚机构的命令，公众参与的主动意愿往往会被扼杀。对公众利益的追求会产生财富，从而使一些具备良好政治关系的人士获取额外好处。从这方面来讲，这种充满中产阶级活力的中小企业经济模式，尽管通过自主治理的机制留存下来，但势必会一直比较脆弱。

在欧洲大陆，或者更准确地说，在讲德语的欧洲国家，生产阶层因被贴上了暗示其普遍存在的标签“公民”（Bürger）而受到尊重。法语中相应的翻译为“中产阶级”，尽管法语的翻译不如德语准确地表达了这个词语的深层含义（在很多国际著作中还是广泛使用法语单词，比如很多历史书的英文索引中就包含此类的条目：bourgeois，即中产阶级）。“公民”这个词具有普适性的含义，也具有社会经济层面的含

义，还可以指受教育程度。但无论哪种含义，其核心都是明确的：公民是指一个有自主能力的人，一个可以享有他自己国家经济、政治、文化或社会成果的人。一个公民不会受到自然之力的随意支配，而是努力创造一个充满活力和动力的世界。总之，一个公民有能力为自己的行为承担责任。

工会的合作与对抗

社会市场经济

劳动关系在欧洲各国有显著不同。长期以来的一个关键问题是，工人们是否准备好视自己为“公民”，视自身利益和公众利益紧密相连，并与雇主保持着合作关系。又或者，作为公民，是为公众利益而不是特殊利益奋斗并对抗雇主的恶行。这两种类型的身份认知，都可以视为一种责任担当。但是，前者是具体的、当前的事实，而后者是关于未来可能性的抽象概念。1945年后，德国的一个重要转变就是，高度冲突的劳资关系缓和下来，进入一种新的状态，劳动力被制度化为整个社会市场经济体制的一部分，工人参与劳资联合委员会（works councils），工人代表加入企业的管理部门，劳资双方有共同决策权。相对而言，法国基本上继续维持着冲突的劳资关系。

劳工运动的组织形式直接影响了工人们的政治和经济责任感，这关乎他们对自己的定位和认知。两次世界大战之间的时期，德国糟糕的政治经济环境的特点之一就是多个工会共同存在，相互竞争，其谈判策略以成员利益最大化为目标。这个例子很好地说明了集体行动背后的逻辑。曼库尔·奥尔森（Mancur Olson）曾解释过，每个工会都为其成员争取集体利益，代价是牺牲整个社会的利益。对于社会整体而言，代价是高昂的[注]。最好的解决办法是简化工会的组织结构，减少工会数量，使工会和公众利益更加统一。

工会结构的简化，最终发生在第二次世界大战之后的联邦德国（简称“西德”）。基本上，一个行业由单一工会整体覆盖，工会不与任一政党保持关联，也不持有任何一种世界观。此外，劳资双方共同行使决策权，让工人代表进入德国公司的更高管理层级“监事会”。1951年颁布法律规定后，在一些政治敏感的重工业领域，比如煤炭和钢铁，工人可以在监事会占有半数席位。在其他行业，根据1952年颁布的法律规定，工人代表可在监事会占有1/3的席位。1976年，工人代表占有半数席位的原则适用于所有雇员超过2000名的德国企业。

法国各工会之间的竞争

相反，在第二次世界大战前后，法国的劳工运动可划分为共产主义工会和非共产主义工会。迄今为止的大部分时间里，最强大、组织最有序的工会联合会，是与共产党派别关系亲近的总工会（CGT）。各工会之间竞争激烈，尤其是来自非共产党派工会“法国工人民主联盟”（CFDT）和“法国工人力量工会”（Force Ouvrière）之间。工会通常认为工人的利益和雇主的利益根本上是相互冲突的。1871年的“巴黎公社运动”之后，欧仁·鲍狄埃（Eugène Pottier）在著名的法国工人赞歌《国际歌》中写道：

从来就没有什么救世主，也不靠神仙皇帝！要创造人类的幸福，全靠我们自己！我们要夺回劳动果实，让思想冲破牢笼！（根据中文版《国际歌》相应内容翻译）

结果，夸张的论调不断升级，劳资对抗的历史更加旷日持久。工人阶级采取了很多象征性的行动，以表示不合作态度，比如，激进的工人们拆除了商业领袖的雕像（以至于之后的法国，几乎没有此类的纪念像遗留下来）。

工会组织和谈判的形式会影响经济和货币政策的制定。特别是在20世纪60年代后，德国政府把制定工资支付办法的指导方针作为自己

职责的一部分。从1974年开始，德国央行开始负责制定货币目标，并坚持认为制定货币目标的一个重要组成部分是使雇主和工人代表对经济发展形势有大致了解，随后，能够认可适当的工资支付办法。正如德国经济学家、央行行长阿克塞尔·韦伯所言，德国“并没有刻意选择米尔顿·弗里德曼提出的严格的货币政策，德国旨在实施务实的货币政策目标”。注在德国央行引入货币目标之初，卡尔·克拉森（Karl Klasen）任央行行长，他解释说：“一方面，货币政策很大程度上会对公众和市场造成心理影响；另一方面，央行首先需要确保政策制定有助于实现基本的经济目标，比如就业率和经济稳定。”注美国的货币主义者通常对德国的做法有些不屑一顾，他们认为，由此导致德国政府更多的是对话或道义劝说，而不是真正限制货币流通量。不过后来，用拉尔斯·斯文森（Lars Swensson）的话来形容，当弗里德曼的货币目标办法“一直失败”后，弗里德曼开始引证德国央行的经验，称德国央行是“其思想观点的第一个同时也是最成功的实践者”。注

甚至在20世纪70年代，欧洲官员尝试把德国的社会关系模型引入欧洲其他国家。例如，欧盟委员会负责经济财政事务的副主席、德国社会民主党委员威廉·哈费尔坎普（Wilhelm Haferkamp）谈道：“德国建立了预测货币增长的标准化模型，这将对社会经济行为产生积极的影响，并且意味着作为一种有效的概念，可以在欧盟范围内采纳使用。这种模型可以作为促进政府和社会公众合作的一种途径。”注在德国，货币政策是引发道德责任感的重要部分，并推动了夸张而又充满戏剧性的政治冲突和斗争。

通货膨胀的历史经验

货币政策可以成为责任感的试金石。重要参与者之间的互动，可以在何种程度上迫使货币当局做出适当的反应？对通货膨胀的痛苦记忆是否有助于塑造一种经济文化意识形态？20世纪最著名、最剧烈的

通货膨胀发生在第一次世界大战后的德国，虽然在那个时期其他的中欧国家，包括奥地利、匈牙利和波兰也有着类似的经历。若以货币价值损失来衡量，匈牙利在第一次世界大战后的通胀程度更为严重。

20世纪20年代初期，大通胀时期的货币失调对德国的影响深远而持久。但是现代观察家们对造成大通胀的原因并不十分清楚，而且，他们明白无误地指出，如今在世的德国人几乎都没有经历过大通胀，就连他们的父母也很少有那段时期的直接经验。令人费解的是，如此久远的事件为何会造成如此巨大的创伤性影响。此外，历史记录明确显示，这起发生在两次世界大战之间时期的民主败落阶段和纳粹专政之前的经济事件并非通胀，而是灾难性的通缩。

毫无疑问，1923年11月，德国货币马克跌至战前价值的$1/10^{12}$，匈牙利福林贬值到$1/10^{23}$。当代关于大通胀时期的描述，强调了货币贬值对正常市场预期的毁灭性打击程度。在通胀的最后阶段，价格每天发生数次变化。店主密切关注着汇率变动，随时调整商品的价格。无论购买什么商品，都需要用到大量的纸币。长期来看，通胀打击了德国的居民储蓄，摧毁了企业（也包括银行）的资本，并使本不稳固的魏玛共和国在经济上更加脆弱，更易受到外部冲击。通胀也对公众心理和政治造成巨大影响。

不断变化的商品价格，大范围的人口贫困，各种关于投机行为导致的一夜暴富或是破产传闻，使普通德国民众忧心忡忡，神经脆弱。商品价格的剧烈波动让日常交易看起来就像是某种骗局，人们冲进商店想要赶在新汇率公布之前抢购商品，如果商店宣布售罄，人们就会指责商户恶意囤积。由于一直以来人们抱持犹太人主导经济金融的“陈腐思想”，于是通胀造成的不确定性加剧了“反犹主义”情绪。之后，一些敏锐的观察家，比如科学家、作家埃利亚斯·卡内蒂（Elias Canetti），得出了一个令人吃惊的结论，他认为大通胀提高了后来发生屠杀犹太人的可能性。大通胀创造了一个数字大到离谱的世界，这

个世界不真实而且不可思议。政府官僚就好像随手写下天文数字，根本不会考虑这些数字在现实世界中的后果。

德国关于通货膨胀经历的恐惧，不仅仅停留在20世纪20年代初。到了30年代初，德国对于通货膨胀的恐惧，也是导致随后发生严重通缩和经济危机的部分原因。在接下来的几年内，货币和财政扩张政策使“希特勒的重整军备”得以实现。政府通过控制商品抑制价格上涨，而通胀受到压制后的结果就表现为物资短缺加剧、产品质量下降。比如，之前一双鞋子可以穿几年不坏，现如今几个月就坏掉了。希特勒时期造成的通胀后果，在第二次世界大战之后才完全显现出来。之后，货币改革的一部分内容就是解决“货币积压”的问题，重新核定资产价值需要自动除以10。

20世纪60年代，一些德国经济学家，如埃贡·佐门（Egon Sohmen），一直警告德国政府需要警惕国际范围内的通胀，尤其是美国在越南战争中的大量融资导致的通胀。法国经济学家们更是步调一致地提出反对，尤其是雅克·吕夫（Jacques Rueff），20世纪50年代末戴高乐政府稳定政策的主要顾问，明确控诉不负责任的美元政治。法国政治家们批评美国的“嚣张特权”（exorbitant privilege）。然而，当20世纪70年代通胀开始在国际范围内广泛发生时，德国是第一批试图打破而非迁就通胀预期的国家。相较之下，法国采取了适应性的应对措施。20世纪70年代后期，法国的通胀率比德国高出2—3倍。法国的政体结构不再能支持一个健全的货币体系，1968年爆发的革命在法国有很大的影响，导致法国左翼人士的分裂，劳工运动愈演愈烈，激进观点不断出现。

---

1. Madame de Staël：“可以公平地说，法国和德国站在道德链的两个极端。因为他们其中的一方在思考外部目标时会转动所有的想法，而另一方则是在思考时移动所有的印象。这两个国家都有相当好的社会关系，但在文学体系和哲学体系上相互反对”，Madame de Staël, De L’llemagne (London: John Murray, 1813)。

2. Alexis de Tocqueville，The Old Regime and the Revolution （New York：Harper & Brothers，1856），253.

3. Thomas Mann，Doktor Faustus：Das Leben eines deutschen Tonsetzers （Frankfurt：Fischer，1971； originally 1947），86-7.

4. Massimo Morelli，Helios Herrera，and Luigi Guiso，A Cultural Clash View of the EU Crisis，Working Paper，2013.See also Luigi Guiso，Paola Sapienza，and Luigi Zingales，“Long Term Persistence，” National Bureau of Economic Research Working Paper 14278，2008.

5. de Staël，De L’Allemagne：“然而，我们经常看到拉丁国家体系中有一个灵活且独特的政策，摆脱所有的义务。但是我们要告诉德国民族的荣耀，她对这种灵活大胆的政策几乎无能为力，她要为所有的利益在真理前屈服，牺牲原定的承诺。这些缺点，又像是她的优点，以对公平公正的尊敬征服了大家。”

6. Le Meunier Sans-Souci，in François-Guillaume-Jean-Stanislas Andrieux，Oeuvres （Paris：Chez Nepveu，1818，Vol.Ⅲ.），208.

7. Eugénie Bastié，“Article 49-3，vote bloqué：les armes de Manuel Valls contre les frondeurs du PS，” Le Figaro，July 1，2014.Last accessed January 4，2016，from http：//www.lefigaro.fr/vox/politique/2014/07/01/31001-20140701ART FIG 00397-article-49-3-vote-bloque-les-armes-de-manuel-valls-contre-les-frondeurs-du-ps.php.

8. Michael Maurice Loriaux，France after Hegemony：International Change and Financial Reform （New York：Cornell University Press，1991）.

9. Christian Noyer，A propos du statut et de l’indépendance des banques centrales，Revue d’économie financière，1992，13-18.See also Susanne Lohmann，“Federalism and Central Bank Independence：The Politics of German Monetary Policy，1957-92，” World Politics 50 （3），1998，401-446.

10. David Howarth，The French Road to Monetary Union （London：Palgrave，2001），131.

11. Gary Herrigel，Industrial Constructions：The Sources of German Industrial Power （New York：Cambridge University Press，1996）.

12. Robert Putnam，Bowling Alone：The Collapse and Revival of the American Community （New York：Simon & Schuster，2000）.

13. Mancur Olson，The Logic of Collective Action，2nd edition （Cambridge，MA：Harvard University Press，1971）.

14. Axel Weber，Monetary Policy over Fifty Years：Experiences and Lessons，edited by Heinz Herrmann （New York：Routledge，2009），6.

15. Karl Klasen，Committee of Governors，Meeting 108，Basel （February 8，1977）；BIS archive，Basel.

16. Peter Andrew Johnson，The Government of Money：Monetarism in Germany and the United States （New York：Cornell University Press，1998），3.

17. Wilhelm Haferkamp，Committee of Governors，Meeting 98，Basel （February 10，1976）.

第四章　德法两国经济哲学的差异

经济思维是由历史经验塑造的。就如本章要详细阐述的，独裁统治、第二次世界大战和军事失败的经历，对德国和法国“经济传统”的演化起到了特殊作用。这些差异来源于以下一些问题，从如何处理竞争和宏观经济规划，到偏好何种全球性国际货币体系。这些差异是相互关联的，却没有在经典的凯恩斯—奥地利学派的分野中有明确体现。

总体而言，本章探讨以下问题：

●从更高的层面来看，德国和法国的经济哲学与经济传统有什么差异?

●这些差异是一成不变的吗？还是说，经济传统在不断演化，甚或随着时间转变而改变立场?

●是什么事件塑造了经济传统？经济学家、主流报刊作者以及政治人物在这中间扮演了什么角色?

●对于国际货币制度，法国和德国的意见有什么不同？当面对同样的利弊权衡时，这两个国家会做出同样的选择吗?

变动的传统：转到对立面

19世纪和20世纪上半叶，在欧洲人眼中，法国总体上被认为是“经济自由主义”占主导地位的国家，而德国大体上是中央经济集权国家。然而，这种格局在1945年之后非常突然地发生了逆转。

19世纪的法国存在一种由自由主义所主导的经济哲学，主要由弗雷德里克·巴师夏（Frédéric Baefiat）和让-巴蒂斯特·萨伊做了精辟阐述；与此同时，德国的思想家则突出国家作为经济行为人的地位。这两个国家，总是在你进我退或我进你退中交互往复。但是，旧的传统几乎被人们遗忘，导致关于“法国人如何思想”的最新介绍中不再包含“自由主义”、巴师夏或者萨伊，而仅仅局限在国家干预理论和计划经济理论上。㊟

法国伟大的传统自由主义者们强烈抵制路易十四时期强势的财政部部长让-巴普蒂斯特·柯尔贝尔（Jean-Baptist Colbert）遗留的“超级遗产”，同时抵制滥用金钱的行为。路易十四时代的战争导致经济痛苦日益加深，在柯尔贝尔死后，另一个自由主义传统产生。詹森主义㊟神学家皮埃尔·尼古拉（Pierre Nicole）坚定地宣称，他是第一位尝试对此做出解释的现代人：在人性堕落的社会中，社会福利所依赖的机制只能是利己主义，而不是所谓仁慈。他在1670年撰写的短文《王子的教育》（*The Education of a Prince*）中解释道，“贪婪代替了慈善来满足人类的需求，它以一种狡黠的方式到达了慈善力不能及的地方”。㊟这是亚当·斯密基于神学基础上的世界观。反自由主义者以非常具有破坏性的实际行动重申了他的论点：当经济泡沫被苏格兰冒险家约翰·劳（John Law）刺破而岌岌可危时，劳想创建一个新体系打破狂热的竞争，“把这些对利益的竞争集聚起来会使国家更加富裕”。㊟到了19世纪，法国自由主义所面对的直接敌人是约翰·劳滥用货币和通货膨胀。实际上，“滥发纸币”为法国大革命提供了“恐怖融资”。

与此同时，德国经济学家提出“国家学说”（Stattswissen Schaft），指出国家权力机关应该解决集体行动问题，并将这一经济哲学应用于解决日益严重的经济社会问题。19世纪初，德国自由主义思想家提出了在一个由权利构成的国家中实施法治（rule of law）的思想，而且德国的另一个传统是将规划视为良好秩序特有的组成部分。律师卡尔·特奥多尔·韦尔克（Carl Theodor Welcker，1790—1869）在

1848年法兰克福国民议会上宣传“法治”这个词，另一名律师罗伯特·冯·莫尔（Robert von Mohl，1799—1875）在其1844年出版的论文《根据宪法原则的政策科学》（*The Science of Policy According to the Principles of the Constitutional State*）中也在普及法治的概念。然后，反对势力开始出现，俾斯麦的政治行动逐渐瓦解了这一合法有序的宪政国家原则。(注)在德国有一些斯密主义者，他们发明了“斯密主义学派”的概念。然而，绝大多数德国人将英国的思想当作“自由贸易主义”和棉花业主创造的唯物主义，予以轻视。其中一个例子就是著名的“弗里德里希·李斯特批判”，然而他在世时其观点并未受到重视。英国自由贸易经济学被认为是见利忘义者的工具：为确保其保持贸易开放的卓越地位，而踢开通往工业化之路的梯子以阻止其他想追赶的国家。德国学界对制度设计有着浓厚的兴趣，想利用制度手段来优化政策。阿道夫·瓦格纳（Adolph Wagner）制定了《增加政府开支法案》，并认为这是现代化的重要伴生物；他和同事［主要是古斯塔夫·施莫勒（Gustav Schmoller）及后来的维尔纳·松巴特（Werner Sombart）］被认为属于左翼阵营，并被称为讲坛社会主义者。20世纪30年代，卓越的法国经济学家弗朗索瓦·佩鲁对德法两国思想进行了比较，他指出：“当合作双方说着不同的语言、有着不同的知识体系及道德价值观时，其中隐藏着最大的危险。”尤其是，他认为法国人坚持规则与契约，而德国人持有一种基于个人忠诚的封建意识，并且“嘲笑契约及签名的效力”。同时，他还认为“德国人不像我们那样认为契约具有永久性的绝对价值”。(注)

佩鲁对法国人严格坚守并执行契约和德国人的以个人为导向所做的描述，十分鲜明地展现了两种现代模式的对立。显而易见，从19世纪到20世纪末，德国和法国的经济思想发生了反转，德国更多转向发展经济自由主义，而法国却由此退却了。

20世纪中叶的政治灾难使这两个国家的古老传统声誉扫地。在莱茵河两岸，灾难的严重性表明了根本变革的必要性。德国学者可以看

到，传统经济学理论在助长“纳粹国家社会主义”时如何发挥重要作用。相比之下，年轻的法国思想家谴责传统的自由主义学派对经济增长停滞不前无所作为的不干预主义，尤其是财政紧缩政策，以及由此导致法国未能在20世纪30年代成为一个有足够防御能力的经济体。因此，在第二次世界大战后，法国反对旧式的“自由放任”，并强调系统性规划的合理性，德国人则因为其国家的行为过于任性，从国家控制的想法中退缩了。

当然，利益和思想意识或制度一样，在国民的思想或意识形态逆转过程中发挥了重要作用。但需要指出的是，德国和法国之间态度的转变，不能简单地通过净债务国或净债权国的立场不同来解释。在两次世界大战之间的时期，德国确实是一个很大的净债务国，在20世纪20年代拥有巨额的经常项目赤字和资本流入。当时，德国积极呼吁债务注销，并且经历了两次严重的通货膨胀。不过，德国在19世纪向国家主义方向演变时，是一个净债权国。法国在1992年至2004年间，拥有巨额经常账户盈余。

德国的经济传统

哈耶克关于计划经济的批判

对德国或中欧地区的“国家社会主义”影响最大的评论家是弗里德里希·哈耶克（Friedrich Hayek），一个主要在英国工作而晚年定居德国西南部弗莱堡的奥地利人。在20世纪70年代之前，他基本上没有什么政治影响力。哈耶克准确地发现了魏玛共和国的干预主义（源于战时规划）创造了一种路径依赖：魏玛共和国的失败并不意味着要放弃这一方法，而是要继续创造一个更激进的版本。在《通往奴役之路》这本书中，哈耶克声称，第一次世界大战期间德国新型计划体制的设计者瓦尔特·拉特瑙（Walter Rathenau），“当他意识到他的极权主义经济学所带来的严重后果时，应该会吓得发抖”，不过他也写道，“瓦尔

特·拉特瑙在任何全面描述纳粹思想发展史的历史书籍中都应当占有一席之地。相较于其他人，他的作品较好地反映了第一次世界大战前后成长起来的德国民众的经济学观点。并且，与他合作的一批人，后来成为实施‘戈林五年计划’（Goering’s Five Year Plan）的骨干。”[注]局部控制看来无效，纳粹希望有更广泛、更激进的控制措施。拉特瑙的主要合作者，维夏德·冯·默伦多夫（Wichard von Moellendorff）简明扼要但颇具煽动性地提出了一个新的公社经济（communal economy），或者称为合作经济："现在，德国的控制原则是在经济方面自由，在知识及精神层面约束。公共经济学的主旨是把它们颠倒过来。”[注]然而，在实践层面，两次世界大战的德国经验表明，经济上的约束也会导致才智、精神以及政治自由方面的损失。

面对1931年严重的金融危机，各国的普遍反应是实施资本管制，这导致各国进一步陷入对经济活动进行微观管理的泥淖。经济计划，如哈耶克所言，本质上是歧视性的。他认为："计划经济不能在事前运用一般的正式规则的约束来避免主观判断，它必须持续对一些通常不能仅用正式规则回答的问题做出决定，而在做出这些决策的时候，它必须对不同人的需求区分优劣。”[注]这种主观判断以特有的方式应用在资本管制的实际执行中。自1931年起至政治独裁开始前（希特勒于1933年1月上台，奥地利保守派于1934年创立保守等级社会，即Ständestaat），德国和奥地利相继实施资本管制。但是，独裁政府实施了更多强制性管控。哈耶克引用了德国自由主义思想家威廉·勒普克（Wilhelm Röpke）的话，“竞争性经济的最终手段是法警，但计划经济的最终处罚却是刽子手”。[注]如果哈耶克在那时候听到了“希特勒的餐桌谈话”，他也许会引用这个独裁者的思想。希特勒曾经说道："当货币进入流通时，通货膨胀不会产生；但是当个人对同样的服务要价更高时，通货膨胀就发生了。这样，我们就必须要干预。我告诉沙赫特（Schacht，纳粹中央银行行长），稳定货币的第一要务就是集中营。”[注]

谁可以从外汇分配中受益的决策更具政治性及武断性。国家机构创设了政治寻租程序，和政权联系最紧密的一方可以获得更多利益。稀缺原材料的配置实际上是纳粹经济计划的基础，也是用于“反犹主义”的最初手段：将犹太人排斥在进口原材料业务之外，由此打压他们的生意。

秩序自由主义

一个相对更温和的哈耶克批判版本也批评了德国的古老传统，它在德国影响深远，尤其在政治方面。该版本被称为“秩序自由主义”（Freiburg School，有时被称为弗莱堡学派），由勒普克和瓦尔特·欧根（Walter Eucken）等人阐述。秩序自由主义发展了德国历史学派对国家的强调，但重点有所变化。根据这一新的学说，规则需要以一般化的形式来制定，国家行为应限于执行这些一般法律。比如，关于竞争和限制卡特尔的法律，可追溯到德国更为古老的经商传统。不像越来越坚持自生自发秩序和规则的哈耶克，秩序自由主义者强调，一开始就要详细阐述规则框架。

他们对秩序的憧憬包括一个关于一般规则的体系，以及一个对个人和经济行为人的义务或责任予以界定的机制。这一体系从根本上取决于各个市场参与者的可问责性。任何措施如果承诺给予某种紧急救助从而削弱可问责性或责任，都会带来破坏性的激励，导致经济行为人不断形成可以不履责的预期，并将没有履行的责任转嫁给作为最终承保人的政府。因此，秩序自由主义非常担心道德风险，而这个术语来自保险业（一个购买了房屋火灾险的人可能会不注意防火导致房屋被烧毁）。基于以上理由，弗莱堡学派及其学说的继承者甚至对公司的有限责任原则持怀疑态度。“无限责任是竞争体系的一部分”，瓦尔特·欧根这样写道。在他看来，法律制度的发展及法律复杂性的增加，往往颠覆责任原则，“法律制度带来的破坏会危及竞争体系的运行”。

[注]所以，太多太复杂的法律条文会滋生道德风险，使经济主体有激励与竞争体系进行博弈。

德国新经济学家关于反托拉斯的思考，与美国军事管理当局的想法有异曲同工之妙。美国在德国占领区总司令卢修斯·克莱（Lucius Clay）将军把美国对战后德国秩序的目标定为“四化”：非纳粹化、非军事化、民主化、非卡特尔化。1945年4月26日颁布的占领政策JCS 1067，是战后初期的关键文件之一，该文件要求禁止“所有卡特尔和类卡特尔组织的发展”。[注]德国秩序自由主义的代表人物之一弗伦茨·伯姆（Franz Böhm）对此发表评论，“除了美国占领当局，没有具备社会影响力的组织支持竞争”。[注]

因此，竞争法成为新德国哲学的一个重要组成部分；并且，由于瓦尔特·哈尔斯坦（Walter Hallstein，德国经济学家和政府官员，欧盟委员会首任主席）的推进，竞争法也成为欧洲法律的重要组成部分。路德维希·埃哈德（Ludwig Erhard）作为推动德国自由化计划的经济部部长，明确了竞争政策与欧洲优先原则之间的关系。1952年，在欧洲煤钢共同体成立大会上，他说，“我们计划建立一个共同的欧洲市场，目标是实现与国家或国际卡特尔的决裂。如果我们想通过技术进步、经济合理化、提高产能来提高生活水平，我们就必须反对卡特尔”。[注]

这样的愿景并未完全消除国家概念。弗莱堡经济学家和埃哈德，均把他们的理念看作不受规制的自由市场和不受限制的国家命令之间的折中方法。其他一些经济学家，如阿尔弗雷德·米勒-阿马克（Alfred Müller-Armack），称之为“社会市场经济”。瓦尔特·欧根把弗莱堡学派的哲学观点阐述为：“事实上，一个真实、公平、运作良好的竞争体系无法在一个没有明确道德和法律框架的环境中生存，没有这些条件就不会有市场竞争来实现真正的经济效率。这以所有负责任的机构、个人以及一个强大而公正的国家做出成熟的经济判断为前提。”[注]

德国的立场一直摇摆不定，这种折中方式也可能动摇。对过去的排斥并没有像一些秩序自由主义的宣言那样极端。的确，经济史学家阿尔布雷希特·里奇尔（Albrecht Ritschl）提出了一个有争议的论点：具有显著德国特色以及国家与企业之间的社团主义式关系，很大一部分是纳粹时代遗留下来的。注

今日德国的秩序自由主义

20世纪60年代，德国模式大量援引“凯恩斯主义”，随着1967年《稳定和增长法》（*Law on Stability and Growth*）出台，这种做法达到顶峰。但是，不论是为了奠定经济稳定的基础而制定“德式凯恩斯主义”，还是基于规则形成的秩序，都具有明显的德国传统特征。在经济学研究中，秩序自由主义不再是普遍的传统，而在很大程度上被带有美式风格的新古典综合派取代。今天，几乎没有任何严肃的经济学家会自称秩序自由主义者。另外，大多数现代秩序自由主义学者是律师而不是经济学家。德国最知名的经济学家之一，汉斯-维尔纳·辛恩（Hans-Werner Sinn），经常被外界描绘成德国受道德风险问题困扰的典型。他退休时，保守的巴伐利亚州州长霍斯特·泽霍夫（Horst Seehofer）把他誉为“伟大的秩序自由主义者”［区别于“狭隘的新自由主义者”和弗里德曼的“芝加哥小子”（Chicago boys）］；然而，辛恩本人试图将自己定位为一名纯粹的古典经济学家。

国家智库和经济研究机构奉行德国秩序自由主义。这些研究机构是德国学术界的一大特色，它们为学界和政界搭建了一座桥梁。“基尔世界经济研究所”和“科隆德国经济研究所”有相当一致的秩序自由主义观，而“柏林德国经济研究所”一直信奉凯恩斯主义。路德维希·埃哈德于1963年设立的德国经济专家委员会意在宣传和教育公众，而不是专门为政府提供建议；这一机构强调微观基础而非宏观调控，主张秩序自由主义。注但总的来说，秩序自由主义的名声不太好，特别是在德国以外。《金融时报》记者沃尔夫冈·明肖（Wolfgang Münchau）将它

批评为“德国平行宇宙的怪诞经济学”，他还说：“德国经济学家大致分为两类，一类是没有读过凯恩斯的人，另一类是没有读懂凯恩斯的人。”[注]如果整个国家陷入一种集体的“理论低能”，确实是奇观。

战后传统确实对许多德国人产生了几乎是潜意识的强大吸引力，特别是对德国央行，也许还包括德国财政部的政策制定者。这一点显著地体现在德国主要报刊《法兰克福汇报》（*Frankfurter Allgemeine Zeitung*）的经济版面上，并被更自由主义的瑞士报纸《新苏黎世报》（*Neue Zürcher Zeitung*）强化。人们一般认为《法兰克福汇报》是偏右翼的，但即便是温和左翼的《南德意志报》（*Süddeutsche Zeitung*）也会不惜版面宣传德国经济传统。自2009年开始，这两家德国大报都对欧元救助措施的道德风险表示担忧。这些传统的复苏，表现了凯恩斯的名言“思想的逐渐侵蚀”，使政治家和实干家成为“一些已故经济学家的奴隶”。由于作为德国央行的德意志联邦银行投入巨资设计欧洲货币联盟，一些评论家提出了“欧洲的秩序自由主义化”的说法。[注]

但也有一些政治力量反对残留的秩序自由主义。一些德国中央政府官员表达了他们对央行“原教旨主义”的不同观点。[注]政府开始与经济顾问委员会保持距离，抱怨那些经济学家们太教条、太死板，过多从“德国的视角看问题”，甚至还要考虑欧洲外围国家的需求疲软。社会民主党经济部部长西格马尔·加布里尔（Sigmar Gabriel）有意拖延对经济顾问委员会主席克里斯托夫·施密特（Christoph Schmidt）提名的支持。经济顾问委员会批评联合政府的许多政策，要求回归“埃哈德式”的市场友好政策，这招致政府的不满。社会民主党总书记抱怨道，委员会在以一种不科学的方式工作。[注]

在欧元债务危机中，批评欧元及各种救助措施的德国人，喜欢表现得像个经济学家。在德国，“经济学教授”逐渐有了一种意识形态的意味。他们是对2009年希腊救助计划提出批评的五位教授：威廉·汉克尔（Wilhelm Hankel）、威廉·诺林（Wilhelm Nölling）、卡尔·阿尔布

雷希特·沙赫特施奈德（Karl Albrecht Schachtschneider）、迪特尔·施佩特曼（Dieter Spethmann）和约阿希姆·斯塔贝提（Joachim Starbatty），但其中只有一位是真正的经济学教授，并且已经退休了。[注]2012年7月，又有172位“教授”联名致信《法兰克福汇报》，攻击银行联盟计划。[注]另外，在2012年，另一个五人小组、其他一些组织以及左翼政党组织超过37000人，发起一项针对购买欧洲央行债券问题的宪法指控。[注]这些经济学教授甚至成立了新政党：汉堡经济学教授贝恩德·卢克（Bernd Lucke）和退休的《法兰克福汇报》记者康拉德·亚当（Konrad Adam）成立了反欧元政党“德国的选择”（Alternative für Deutschland，AfD）。在2014年的欧洲议会选举中，这个党派的呼声出人意料得高。这些被动员起来的“经济学教授”并不是德国经济学界的真正代表，他们只是想当然罢了。此后，经济学教授们被迫退出了逐渐变得激进和右翼的“德国的选择党”。

欧洲范围内的秩序自由主义

从“二战”后初期的秩序自由主义到现代欧元政治的发展，不仅发生在德国或某个国家。导致德国从国家社会主义转向自由主义经济学原则的一些背景在整个欧洲层面广泛存在。促进整个欧洲新经济思想的最有趣的尝试之一，发生在1938年8月的巴黎。来自欧洲各地的26位经济学家和其他学者，响应法国哲学家路易斯·鲁吉耶（Louis Rougier）的号召齐聚一堂，讨论瓦尔特·李普曼（Walter Lippmann）1937年出版的《好的社会》（*The Good Society*）一书。李普曼在书中批判了当时全球愈演愈烈的狭隘的反议会运动——该运动主要源于中央计划经济，包括共产主义、法西斯主义、国家社会主义等——勇敢地捍卫政治经济自由主义。参会人员包括两个对发展德国秩序自由主义有突出贡献的人物——威廉·勒普克和亚历山大·吕斯托（Alexander Rüstow）。有趣的是，据说这些参与者中没有人被称为德国人：吕斯托被流放土耳其，勒普克和路德维希·冯·米泽斯（Ludwig von Mises）

都是奥地利学派。另外一些很有影响力的法国经济人物，如雅克·吕夫、雷蒙·阿龙和罗伯特·马若兰（Robert Marjolin）也参加了这次会议。(注)

1945年之后，随着欧盟的发展，“秩序自由主义学派”开始面临规则增多以及特别法令代替普通法律的问题。正如德国央行行长延斯·魏德曼最近指出的：基于秩序自由主义原理而设计的经济体，需要在联邦环境中观察规则的运行情况；金融危机后越来越复杂的规则体系，表面上看保证了欧盟的正常运作，但实际上导致欧盟十分脆弱。(注)正如瓦尔特·欧根警告的那样，对具体规则的阐释，打开了主张特定利益和破坏集体项目的大门。

德国经济传统的要素可以归纳如下：

1.在共同认可的规则下，自由市场的法律、道德和政治基础，这些规则可能是条约、协约、法律或共识等。(注)

2.强调责任和义务。市场参与者及政治参与者均有责任：对市场参与者而言，主要是财务责任，他们需要为失败付出代价；对政治参与者而言，主要是政治责任，他们需要对选民负责。正如德国央行官员最近指出的，控制与承担风险的人需要直面其行为带来的后果。(注)

3.关注最后贷款人制度引发的道德风险。1994年至1995年，国际货币基金组织对墨西哥的援助计划受到德国官员的严厉批评：援助计划加大了未来救助的可能性，从而激励了金融市场中的冒险行为。

4.关注最后贷款人行为对货币政策的破坏。因为央行同时承担着最后贷款人义务，它可能会被迫将维持金融市场稳定置于价格稳定之前。

5.设计强有力的约束条款使货币政策免于政府财政控制，也就是说政府在不增加税收的情况下，提高长期支出水平，能够影响当前及未来的货币基数变动，从而影响货币存量和通胀率的走向。[注]

6.严格控制政府债务及债务上限。德国率先提出这一方法，目前该方法已在整个欧洲施行。2009年德国出台法律，规定到2016年德国联邦政府的财政赤字不能超过GDP（国内生产总值）的0.35%，到2020年各州政府都需要消除财政赤字。德国智库支持设立某种形式的财政或债务委员会以便将财政约束规则推广到整个欧洲的想法。[注]

7.通过结构改革，而非通过提供额外资金或资源的方式实现经济增长。[注]超发货币实属欺骗，注定会失败，这类似于拽自己的鞋带想把自己拉出沼泽一样可笑。

8.相信现在的节俭美德将来会得到回报。

法国的经济传统

第二次世界大战后，法国也尝试摆脱此前的传统经济学说，把欧洲一体化作为其首要任务。经济学家和经济史学家阿尔弗雷德·索维（Alfred Sauvy）概括旧经济学的特点，认为旧经济学强调对政府行为的限制，导致“马尔萨斯主义”低增长和停滞在政治、社会和军事方面均削弱了法国的力量。对平衡预算的迷恋导致国防开支被削减，使法国变得脆弱不堪。20世纪30年代法国“超级通缩”的罪魁祸首是皮埃尔·拉瓦尔（Pierre Laval），他也是在1940年之后与希特勒政治妥协中走得最远的人。马尔萨斯主义因而承担了1940年军事溃败和法兰西共和国灭亡的最终责任。

从某种意义上说，造成马尔萨斯式困境的部分原因是法国从根本上对凯恩斯的不认同。毫无疑问，凯恩斯在法国并不是一个受欢迎的

人物，一是因为他对1919年《凡尔赛条约》的著名批评，二是1940年之前在法国的各种辩论中，国家在宏观经济刺激中扮演主要角色并未成为主流观点。第二次世界大战后，法国用新理论取代了马尔萨斯主义。该理论强调国家协调规划投资，认为无计划的或自生自发的市场秩序很可能导致投资不足和低增长，因此需要计划经济。

许多著名的法国经济学家并不赞同这一新观点。雅克·吕夫和戴高乐将军一起去过伦敦，但他仍然是开明自由主义以及正统货币理论的倡导者，他不断恳请法国实行金本位。后来的诺贝尔奖获得者莫里斯·阿莱（Maurice Allais）因其1943年出版的书籍《经济纪律及经济学研究》而名声大噪，在书中他试图找到一个方法解决“任何经济的基本问题”：在最大限度提高经济效率的同时，确保人们能普遍接受的收入分配。虽然有人认为阿莱凭借资本和时间偏好为后来的计划奠定了基础，但他一直认为自己是一位经济自由主义者。1947年，他参加了“朝圣山学社”（Mont Pélerin Society）第一届会议。虽然他拒绝签署“目标声明”（Statement of Aims），但他在给哈耶克写信时表示，他希望表达“经济自由和政治自由具有深刻一致性”的观点。他的观点是基于土地作为国家财产的理论；从其他任何一个方面来说，他都是一个古典自由主义者。(注)

工程学的影响

新的法国传统与该国最杰出的经济学家的深邃思想并无太多渊源，而更多来源于在国家相关服务机构中接受训练的实践派经济学家。阿莱起初是一名在巴黎综合理工大学受训的工程师。工程学传统优势正好解释了社会学家玛丽昂·富尔卡德（Marion Fourcade）所说的“法国经济学家对国家干预所持的态度，比其他先进工业化国家从业者的态度更积极”。法国经济从业者中出现了“与‘社会学’传统的交汇，这肯定了经济学家探索经济现象背后的人类行为的必要性”，“既有披

着财务检查外衣的金融专家，也有各种专业（如矿山、桥梁）的精英队伍着眼于大力促进重点行业的发展”。注

这一传统可以追溯到很久以前。“路桥工程师团”于1716年成立，并于1775年组建成一所学校。路桥工程师团成立的最初目的是提供准确的测绘系统，以方便整个法国国家公路网的建设。1794年，功能相似的巴黎综合理工大学成立，旨在培训“国家工程师”。1783年第三所学校——巴黎高等矿业学院成立。这些学校的毕业生推动了精心设计、统一规划的交通线路及通信设施，最终有力地推动了能源传输系统的建设。他们在18世纪修路，19世纪修建运河和铁路，20世纪修造电网和高速列车网。在实现技术愿景的道路上，他们养成了蔑视经济核算的习惯。

评论家们发现，这些学校为它们完全忽视边际效用递减的经济学原理和资本时间价值而感到自豪。注法国的计划经济传统在战争中获得了新的发展动力：第一次世界大战期间，艾蒂安·克莱芒泰尔（Etienne Clémentel）和埃内斯特·梅西耶（Ernest Mercier）曾尝试拉特瑙的德国战争计划方法，第二次世界大战时亦如此。一些历史学家由此认为，1945年后主导法国的计划方法是从菲利浦·贝当元帅领导的战时“维希政府”演变而来。

即使是对法国计划传统演变的简要描述，也可以清楚地表明它与德国交集颇多。普鲁士国王腓特烈十分钦佩法国的经济规划方法，并试图模仿。他从法国和英国引进了技术人员和工程师，德国其他各州也是如此。1765年，他在弗莱堡（萨克森）成立了一所著名的矿业学院。实际上，德国各地有很多仿照巴黎综合理工大学建立起来的类似院校，比如于1825年成立的卡尔斯鲁厄理工学院，等等。事实上，德国被普遍视为技术教育的最佳实践典范。

过去的自由主义传统：萨伊和巴师夏

从各个兵团和理工学院中走出来的实用型经济学家或技术人员，并非主要的经济理论家；另一部分经济理论家是古典经济自由主义者。在19世纪法国学术界占主导地位的是激情四射的经济自由主义者，法国大革命后不久，萨伊在他的《论政治经济学》一书中说，“政府及其代理人的收入又用他们的支出来融资”这是一个“严重的错误”，只会“带来无穷的祸害”。他在萨伊定律中又说，“供给创造自己的需求”。㊟记者弗雷德里克·巴师夏（1801—1850）或许是放任自由理论最杰出的布道者，同时也是贸易保护主义的伟大批判者。对于经济发展过程的好处，他总有一种令人难忘的乐观态度。在最后一本小册子中，他对1848年革命的后果总结道，“立法者和社会改革家（应）拒绝所有体系，并尝试自由”。㊟随后，自由经济学的这些原则被保罗·勒鲁瓦-博利厄（Paul Leroy-Beaulieu）在新的政治科学学院（巴黎政治大学）和法兰西学院做出了权威解释。自由主义经济学传统以及新成立的巴黎政治大学逐渐发展成为与专业学校毕业生为代表的工程技术派相抗衡的力量。

计划

第一个“莫内计划”（Monnet plan）在1946年被制订出来。在国家投资计划中，重工业尤其是钢铁业占据了突出的地位，个体商人则害怕被当作落后者或破坏者。其结果是重工业的大规模投资和快速扩张。政府一心想实现生产目标：钢铁增长速度要赶超德国，并且要应对紧追不舍的意大利对法国产业战略带来的挑战。政治学专家杰克·哈瓦德（Jack Hayward）把法国钢铁综合设施称之为“工业爱国主义”的表现形式。㊟法国政治阶层把大钢厂视为展示民族复兴的大教堂。法国战后计划的首席设计师、银行家及欧洲统一的预言者让·莫内，引用戴高乐主义者的话，呼吁“钢铁的伟大政治”。事实上，他把扩大法国对欧洲大陆钢铁工业控制的某些机制视为第二次世界大战后政治稳定的关键。㊟

技术专家将使法国摆脱经济停滞。[注]战争的直接后果是引发关于国有化提高生产率的激烈讨论。苏联计划经济的成就增强了主张国家主导经济的传统科尔贝尔主义。法国政策制定者认为，苏联采取计划经济的方式，既避免了20世纪30年代的大萧条，也因此赢得了战争胜利。另外，从道德方面看，可实践《圣经》中所说的铸剑为犁，正如左翼的法国工会所称：“导致战争爆发的因素现在应该为和平服务。”[注]大干快上政策本身有时也可作为应对德国新挑战的一种方式：正如1956年《费加罗报》激昂地写道，“法国不应该让莱茵河另一边的钢铁热超过自己”。[注]吕夫也把计划经济思想与埃德蒙·罗斯丹（Edmond Rostand）对打鸣雄鸡先生（这只公鸡深信自己的啼叫是太阳升起的原因）的描写相比较。

“欧洲复兴计划”（也被称为“马歇尔计划”）中的这类计划措施帮助论证了一个普遍观点，即计划经济可能会改变整个欧洲的商业结构。历史学家查尔斯·梅尔（Charles Maier）称之为“生产率政治”。客观上，这要求工商界与劳工建立一种新型关系，并由国家来调停。[注]钢铁和煤炭计划是在欧洲推进“舒曼计划”（Schuman plan）及成立欧洲煤钢共同体背景下制定的。法国也将偏好结构尽量欧洲化，许多政治人物把建立经济治理机制当作第一要务，这种机制使欧洲可以像法国政策制定者在其国家层面所做的那样，承担起类似的协调角色。

法国传统的最高成就可以从法国电力公司建立的核电网络一窥究竟；当然，也可以从一些巧妙独特、令人瞩目但最终失败的案例中看到。在民用航空航天领域，法国在20世纪50年代建成第一架短程和中程喷气式客机“卡拉维尔”（Caravelle），之后在60年代又设立了超音速飞机项目，最终孕育出美丽、高速却无法商业化的“协和飞机”。1978年，法国的电话公司推出了网络服务Minitel，这多少可以说是互联网的前身，在线图文可以直接应用到商业上。1981年推出的法国高速列车系统（TGV），在整个欧洲是独一无二的，很久之后才被意大利、西班牙和德国效仿，而英国仍在考虑要不要跟进。

法国对采取计划经济方式实现民族复兴的依恋持续了很长时间。法国的经济规划机构“计划总办事处”一直维持到2006年，随后更名为“战略分析中心”，并在2013年再次更名为“国家战略和预测总署”（CGSP）。20世纪80年代中期，法国就想改组这个机构，但一直遭到强烈抵制。彼时，毕业于法国国立路桥学校、20世纪60年代成为首席规划建筑师的皮埃尔·马塞（Pierre Massé），是莫里斯·阿莱提出的公共定价原则的信徒，他曾抱怨说：“以一种任性冲动的自由主义为名压制计划，等于在反对短期独裁统治斗争中放弃主要武器。”注

旧传统的某些方面仍在一个领域有所体现：货币稳定仍然是一个重要的政策目标，以金本位作为国际准则的想法也仍然颇具吸引力。雅克·吕夫睿智且雄辩地论证了这一点。虽然雅克·吕夫之后成为戴高乐将军麾下的经济学大师，但这种思想也被左翼人士热情地接受了。首先，这一观点可以作为对美国从自身利益出发利用布雷顿森林体系操纵美元的批判。我们将在本章最后一部分，探讨法国思想中的国际经济问题。

法国同时期的经济思想

和德国类似，大部分现代法国经济学家已经在很大程度上不再关注传统领域——包括19世纪的自由主义经济学家、战后时期与计划经济增速密切相关的法国政治等。实际上，法国学者在研究时间一致性和准确制定规则的重要性方面做出了决定性的贡献。就此而言，他们所做的努力不亚于德国秩序自由主义者建立一套可实际应用于现代复杂经济的规则体系，而在复杂的现代经济中，竞争并非经济活动显而易见的结果。让·梯若尔（Jean Tirole）和让-雅克·拉丰（Jean-Jacques Laffont）推动发展了一种新的方法供监管机构用于提供激励，而在监管机构里，制造道德风险的危险是一个关键要素。注

过去的视野影响了经济学的呈现方式。大多数法国经济学家抱怨，资本主义为何不提供一个自我维系的、政治上可接受的增长模

型。正如最近畅销书作者托马斯·皮凯蒂（Thomas Piketty）在其著作《21世纪资本论》中所说：“经济学家既没有在学术界受到重视，也没有在政界和金融界受到尊重。”[注]事实上，流行文化把经济学家看成思想狭隘、没有灵魂的专家，他们强行向公众推销反人性的“理性人”概念。欧盟委员会委员雷蒙·巴尔（Raymond Barre，后于1976—1981年担任法国首相）曾被时任法国总统吉斯卡尔·德斯坦赞誉为“法国最好的经济学家”。[注]然而，“经济学家”在那时是一个肮脏的字眼。20世纪70年代末期，通货膨胀和失业率高企，第二次世界大战后“辉煌三十年”的欢欣鼓舞时期结束，彼时民众普遍觉醒，但政治精英仍然管理着第三共和国，经济学家作为统治者的概念，看起来仍然邪恶而非慈善。20世纪90年代，出现了一位经济学家身份的财政部部长——多米尼克·斯特劳斯·卡恩，但人们对他也是毁过于誉。持不同政见的经济学家雅克·萨皮尔（Jacques Sapir），把自己当作喜欢批判的、超越了所有政治传统的左翼成员；他责备说，经济学家正在破坏民主。[注]在恐怖袭击中不幸丧生的讽刺杂志《查理周刊》记者和经济学家伯纳德·马里斯（Bernard Maris）总结道：“人们一直在问经济学家是干什么的，实际上就是来搞笑的。”[注]

这种讽刺正好迎合了一个越来越热衷于评说国家衰落和全球化高歌猛进的国家。法国当代主流经济学家的主张并没有很好地转化为政策辩论，政策辩论目前仍被经济如何运作等陈旧问题占据。当前，法国新闻界（尤其是《世界报》）致力于提升政府干预经济的吸引力。法国政客普遍谴责“新自由主义”，虽然这一术语产生自1938年巴黎的“罗吉尔-李普曼研讨会”。雅克·希拉克谴责“盎格鲁-撒克逊极端自由主义”；萨科齐则批评“盎格鲁-撒克逊人的欧洲大市场”[注]，并多次表示他的使命是用来替代现行国际经济体系。法国思想界的一份有力声明是由萨科齐召集的、由让-保罗·菲图西（Jean-Paul Fitoussi）等人（还有两位杰出但左翼的非法裔诺贝尔经济学奖得主约瑟夫·斯蒂格利茨和阿玛蒂亚·森）共同主持的委员会撰写的一份报告。该报告强调了

政府在经济中的核心作用，并提出要更广泛地评估“幸福”（Well-being）的作用，这被视为一场反对传统的盎格鲁-撒克逊经济的革命。注

即使经济学家，也喜欢不时地反驳现代经济学。杰出代表人物，如埃蒙德·马兰沃（Edmond Malinvaud）和托马斯·皮凯蒂就抱怨经济学的过度数学化倾向。在德国，经济学家出于政治考虑，发起了多场类似的公众动员，以反对法国的一揽子救助计划、德国教条主义和紧缩政治。2010年9月，700多名法国经济学家签署了一份广为流传的宣言，以实现欧洲“另一种经济与社会战略”，并打击“新自由主义教条的陈词滥调”。注这份宣言是由四位经济学家起草的，其中三位在政府研究机构工作，第四位是反全球化组织Attac（征收金融交易税以援助公民协会）的顾问。

历届总统和经济学家达成的当代法国共识可以归纳如下：

1.规则应受制于政治过程，并可重新协商。

2.危机管理需要灵活应对。

3.限制政府自由行动或自由借贷是不民主的。

4.除单纯的价格稳定外，货币政策需要服务于更多的一般性目标，如经济增长等。

5.对国际收支失衡的调整需要对称实施，盈余国家也应采取行动，这是从大萧条中得来的教训。

6.因为多重均衡是有可能的，选择一个当前看来并不让人喜欢的运行轨道，很可能长久固化而非消除对经济增长的约束。

7.节俭美德是自相矛盾的，往往会弄巧成拙。

德国和法国经济哲学在经济思维上显著不同的另一个重要方面是国际经济关系，特别是关于跨境资本流动。对此的争论在1992年《马斯特里赫特条约》批准前的谈判中就已爆发。德国哲学主张自由贸易、公平（或无扭曲）竞争、开放的全球资本市场，资本管制被认为有利于某些特定行业，并容易引发政治游说。因此，汇率可以自由浮动，没有必要采取多边干预行动应对宏观经济冲击，资本也可以自由流动。这些观点非常符合德国的传统。法国哲学则与之相反，它更接近早期凯恩斯主义立场（该主义诞生于大萧条时期），即通过固定汇率、资本管制、盈余国家的通货膨胀政策来进行调整。

不可能三角

讨论这些哲学差异最有用的组织原则，就是国际宏观经济学的不可能三角。不可能三角指出，一个经济体不可能同时实现汇率固定、货币政策独立、资本自由流动；它只能三选二（图4.1）。一个国家如何选择，会对其处理和调整应对宏观经济冲击的能力产生深远影响。德国和法国哲学在看待资本自由流动的合理性方面有着显著不同。资本自由流动是不可能三角中处于核心地位的、令人向往的目标，但实际上是否迫切需要呢？不同的经济体，特别是通过某种汇率机制联系在一起的经济体，该如何应对不对称冲击呢？

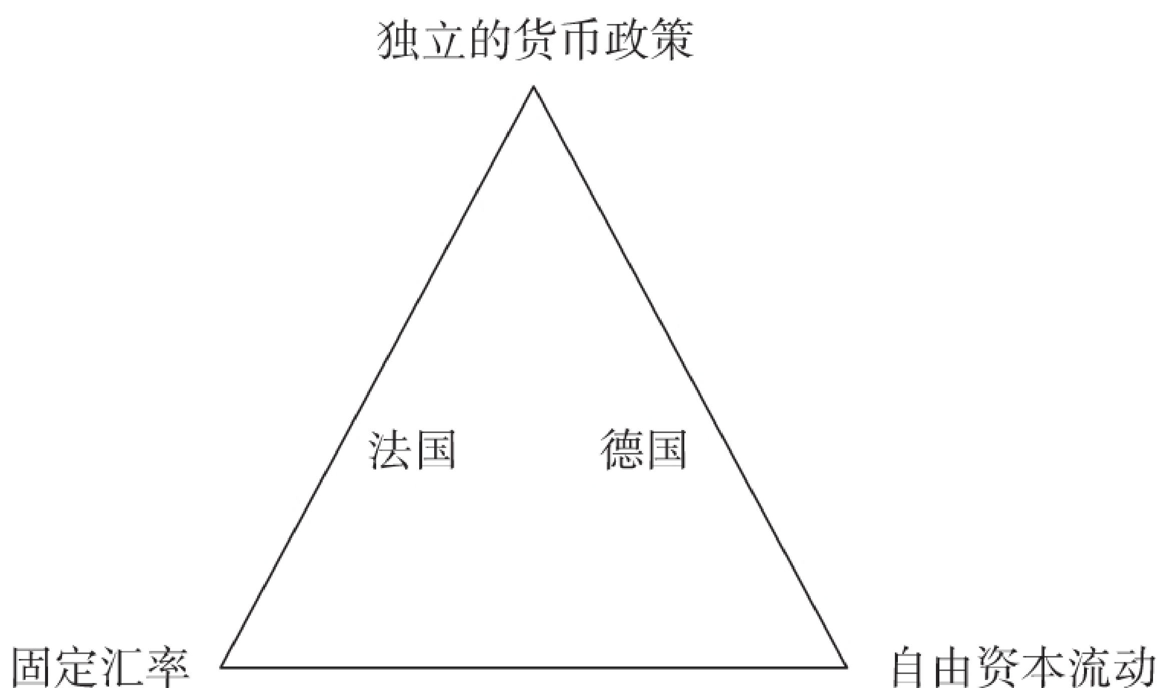


图4.1　不可能三角

理论上，不可能三角告诉我们必须选择三角形的一个角。实际上，德国人选择了资本流动这一角，而法国人则偏好固定汇率。从许多方面来看，这当然是一个简化的不可能三角。在实践中，学者们研究不可能三角时发现，很难依靠经验在不可能三角中确定政策立场，因为有不同程度的固定汇率制度、不同程度的国际资本开放、不同程度的货币政策自主权。(注)在现实社会中，几乎没有完全放弃不可能三角中其中一角的案例发生，现实中的政策立场或多或少地落在三个角之间。每个顶点只是代表了政策的可能界限。因此，不可能三角的讨论是韦伯式的理想类型，而不是事实上的全球类型。(注)当然，可以肯定的是，法国和德国艰难地游走在三角形的不同部分。

经济学家和政策制定者都特别关注发行外币债务的国家，这个问题成为欧元危机的一个核心组成部分。事实上，即使在浮动汇率和资本自由流动的世界，债务要以外币计价的事实还是在很大程度上限制

了货币政策自由。尽管如此，不可能三角理论仍然是分析问题的首选工具，而且历史也提供了很多关于如何解决根本性权衡问题的有用案例。

金本位制

金本位制是在19世纪中期、20世纪初期到中期占主导地位的国际汇率制度，很多现代评论家把金本位制与欧洲货币联盟作类比，这两种货币制度都压制了货币政策的独立性。在金本位制的安排下，每个参与国的央行必须随时准备着以某个固定比率将本国货币兑换成黄金。在这样的制度下，各个经济体如何应对不对称冲击，即对一个国家是扩张性需求冲击，而对另一个国家则是紧缩性冲击？答案就是著名的物价与黄金流动机制。在黄金储备体系中，贸易自然会导致黄金流入顺差国家。只要顺差国的央行不限制黄金流入，物价就会被推高。在逆差国则会发生相反的情况，因此失衡往往会自动得到纠正。贸易逆差可以通过顺差国对逆差国的信贷扩张来融资，然而，这个机制因为没有调整的强制力而不再有效。因此，需要有明确的政策干预，推动价格水平朝着期望的方向移动。这个重要的告诫，很好地说明了在分析国际货币制度安排时考虑资本流动的重要性。

布雷顿森林体系

在第二次世界大战之后，金本位被布雷顿森林体系所取代，布雷顿森林体系采取固定汇率制度（偶有调整），并且约束资本流动，旨在实现更多的货币政策独立性。这个体系的核心就是把美元作为主导货币。所有的货币都以美元为基准，而美元本身的交易以美元兑换黄金的固定汇率为准。这个体系显然更接近法国的目标而不是德国的目标。但是，法国不喜欢过度依赖美元，戴高乐将军曾试图恢复金本位作为备用体系。受经济学家雅克·吕夫的深刻影响，戴高乐曾多次坚持认为，真正的金本位会比布雷顿森林体系下的黄金—美元混合体系更好。

布雷顿森林体系允许偶尔的调整，但是和其他固定汇率制度一样，汇率调整的问题始终很严重。在布雷顿森林体系后期，紧张局势明显加剧，尤其是到20世纪70年代后期，当时德国逐渐积累了越来越多的贸易顺差，这反映了德国生产率的提高，以及通过集体协商设定工资来控制成本的成果（贸易顺差成为20世纪末德国式资本主义的标志）。相比之下，德国贸易伙伴的逆差，则反映了创新不足，或在充分就业及社会政治激进主义（大量罢工就是最好的证据）的时代背景下，对工资缺乏规范性的设定方法，比如20世纪60年代末的法国和意大利。

在固定汇率和资本管制的时代，即使相对较小的赤字也无法被抹平，这些赤字给外汇市场带来直接的压力。赤字国家在“走走停停”的循环中不得不偶尔减少财政支出。德国的伙伴国（尤其是法国）面临着采取经济紧缩手段降低赤字的困境。这种选择对法国政治精英来说毫无吸引力，因为它束缚了经济发展，并使政党在选举中处于不利地位。他们偏好的政策选择是德国采取的宽松政策，但是这一政策路线得不到支持，因为德国民众担心通胀的后遗症，而且强大和独立的德国央行——德意志联邦银行也持反对意见。在欧盟机制下解决德国经常贸易账户盈余问题，看起来首先需要一些复杂的政治机制，同时推进公开辩论，这才会迫使法国政客采取比他们想要的更多的紧缩政策，并迫使德国政客同意接受比他们认为必要的更少的价格管制。

到20世纪70年代早期，资本流动变得非常巨大，布雷顿森林体系也变得不稳定，急需解决之道。德国再一次认为根本无法有效限制和控制资本流动（而且任何控制都会招来游说，因此导致对某些部门的偏袒）。合乎逻辑的结论是，资本应该自由流动，汇率应该自由调整，以恢复国家之间的收支平衡。法国的观点则截然相反，它呼吁在顺差国家进行更积极的资本流动管理（通过更严格的资本管制）和实施通货膨胀政策。这反映了凯恩斯的思想：在20世纪40年代早期，他就呼吁构建整体的国际货币体系——那些顺差过多的国家将受到惩

罚，而逆差国家将得到补偿。收紧资本管制的做法与法国根深蒂固的信念相关，即汇率自由浮动和资本自由流动一样，会造成过度动荡。汇率超调和庞大的国际资本流动，被认为实际上是不稳定的。法国政策制定者们往往表现出对稳定汇率的渴望，而汇率稳定则需要更多的政策协调。特别是盈余国家的通货膨胀政策被认为可以恢复竞争力的平衡，因此在更广泛的范围内恢复全球经济平衡。

这种稳定政策的另一面是高通胀债务国（比如布雷顿森林体系下的意大利）和（提供信用的）低通胀债权国（比如德国）在通胀分化下的不稳定。跨境流动到债务国的资本，通常投资于非贸易品（特别是房地产行业）和消费品（包括公共和私人），因此虽然推升了国内工资，但没有提高国际竞争力。由于固定汇率制，工资通胀的这种不同趋势导致债务国竞争力的相对损失，也就是说，债务国的单位劳动成本相对于债权国明显上升。

固定汇率体系中持续的通胀差异同时伴有自由资本流动，也会有另一种不稳定效应。正如艾伦·沃尔特斯（Alan Walters，撒切尔夫人的经济顾问）在其著名的“沃尔特斯批判”中所强调的，在资本自由流动的固定汇率体系下，持续的通货膨胀分化会带来某种形式的不稳定。其基本论点如下：假设固定汇率体系中有两个国家，比如意大利和德国，意大利正在经受扩张性总需求冲击，而德国面临紧缩冲击。在冲击之后，意大利的通货膨胀率上升，而德国的通货膨胀率下降。由于资本自由流动，并假设固定汇率制度是可信的，意大利和德国的名义利率必然是相同的，因此，通货膨胀的差异意味着意大利的实际利率低于德国。这种相对较低的实际利率激励意大利借入资金，而德国的高利率则让德国人更喜欢存款。沃尔特斯原来的说法是，这将刺激进一步的经济分化；意大利的产出将进一步上升，而德国的产出会进一步下降。从更国际化的视角来看，实际利率分化意味着信贷从德国流向意大利。有趣的是，这些模式非常类似于欧元区危机爆发前积累的失衡（许多外围经济体扮演了意大利的角色）。

布雷顿森林体系最终瓦解了，这是因为它根本没有纳入一种可持续、可信赖的方法来处理汇率调整问题。之后的全球汇率体系开始非常接近德国的理想：自由资本流动和浮动汇率。随后的20世纪80年代，这种理念转变为“华盛顿共识”的一部分（有趣的是，“华盛顿共识”也是由雅克·德洛尔等法国政客所推动的），我们将在第十四章讨论“华盛顿共识”。

欧洲汇率机制

然而在欧洲层面上看，情况并非如此。欧洲各国政府认为，欧洲内部汇率波动将阻碍欧洲一体化计划，因此，在1978年他们推出欧洲汇率机制，意图在欧洲范围内重建布雷顿森林体系。德国和法国双方关于汇率调整问题上的思想交锋仍在持续。虽然德国央行一直对欧洲汇率机制犹豫不决，但开始时也认定不参加汇率机制会给德国货币政策带来过高成本（如货币过度扩张）。为了促使德国同意，这个相当松散的汇率管理形式仍然允许灵活的再平衡。奥特玛·埃明格尔（Otmar Emminger）是20世纪70年代的德国央行行长，在此之前他就是德国央行的核心人物，曾在20世纪50年代提倡过灵活的汇率制度。

在欧洲货币体系中，德国央行一直敦促实现更常态化的汇率调整。在法兰克福的银行家们看来，法国不愿意随劳动者竞争力下降而贬值货币，这给欧洲货币体系造成了困难。废除欧洲各国汇率（通过货币联盟制度）并承诺价格稳定，提供了解决这一长期争论的唯一方案。意大利就是一个恰当的例子：每隔一段时间，意大利都会通过调低相对于其他国家货币的目标平价来进行汇率调整。但正因为这样的调整是被允许的，欧洲汇率机制就无法完全可信，所以它仍然很容易受到攻击。

随着可得资本的增加，经常账户便维持了长期的失衡（当然不是永久的）。资本流动效应导致经常账户出现更大程度的失衡，此现象一旦发生，纠正措施需要更加有力，这在20世纪80年代，即货币联盟

运动之前，已经广为人知。这种冲击力量当然不仅限于欧洲，也在全球范围内发生。随着美元在20世纪80年代的升值，美国制造业受到威胁，贸易保护主义开始显现。作为回应，各主要工业国的财政部部长们推动达成汇率协议。1987年，在法国卢浮宫召开的七国集团会议上，各国财长同意为各国的汇率设定目标浮动区间。虽然这个全球计划无果而终，但是负责“卢浮宫协议”的法国财政部部长爱德华·巴拉迪尔（Edouard Balladur）想出了一个更严谨的方案，这是通往欧洲货币联盟的第一步。德国外交部部长汉斯-迪特里希·根舍（Hans-Dietrich Genscher）对此表示赞同，欧盟委员会主席雅克·德洛尔要求欧洲各国央行行长准备一份货币联盟的时间表和计划书。“德洛尔委员会”在1988年9月和1989年4月期间召开会议，形成报告，而那时候，德国统一还没有进入每个人的头脑。

经常账户的严重失衡使欧洲的政策制定者确信，伴随其贸易政策而导致的货币调整会威胁整个欧洲内部一体化市场的存活，并确信货币联盟是避免这一周期性危机的唯一途径。同时，法国总统弗朗索瓦·密特朗做了一个简短的社会主义经济学实验，法国重新调整了政策定位，也即1983年后实施的强势法郎政策及低通货膨胀率的“法郎堡垒政策”，这为20世纪80年代初出现短期政治和货币不稳定之后的趋同奠定了基础。

随着1986年《单一欧洲法案》（*Single European Act*）的通过，欧洲单一共同市场宣告成立。重要的是，它包括了资本流动自由化。德国努力推动了它的快速实施，而法国由于具有汇率管控传统，则希望尽可能延缓资本自由流动。最终，法国同意在1990年实施资本流动自由化，但也有很多人谴责这一自由化导致快速席卷欧洲的危机。

固定汇率（但并非不可调节）与资本自由流动相结合，引发了危机。发生在1992年和1993年的两次汇率危机，几乎扼杀了欧洲货币体系。这两场危机的背后是德国统一带来的财政刺激，它给德国带来很

大的通货膨胀压力，使德国央行采取货币紧缩政策。为了保护欧洲汇率机制的货币平价，其他国家央行自然也不得不因此采取货币紧缩政策，但出于对此可能带来经济衰退的担心，通常不愿意这么做。

投机者意识到这一根本性的困境，并对此押注。1992年9月，英镑遭到阻击。乔治·索罗斯，一位富有的匈牙利出生的对冲基金经理，卖空超过100亿美元的英镑。最终，在1992年9月16日黑色星期三，英国被迫退出欧洲汇率机制。一天之后，意大利也宣布退出。1993年7月，投机者开始攻击法国法郎。法国和德国央行（在德国政府的压力下）动用大笔资金来保卫法国法郎，德国也降低了利率。最终，在1993年8月1日，汇率浮动区间从4.5%扩大到30%。(注)

德国坚持认为，这样的货币联盟只能在先期政策趋同的基础上才能产生。有一个术语被频繁使用，特别是德国央行：货币联盟只能作为“加冕礼”而产生，这只是实现最终一体化的象征性行为，需要在此之前充分做好坚实的政策准备工作。这一立场与法国形成对比。法国人认为采用新制度可能很快会促进趋同，这有时被笑称像“冲栏”一样的鲁莽方式。

总之，我们应该把以下两个国际观点，添加到我们前文关于德国经济哲学的列表中：

9.净出口被认为是衡量竞争力、经济健康和经济实力的标尺。

10.德国更倾向于在开放的国际资本市场上实施灵活汇率政策。

相反，描述法国经济哲学，以下两点更为合适：

8.出口过多并不是经济实力的标志，而是“以邻为壑”的重商主义原则的具体表现。

9.国际货币体系应该多极化，有效的政策协调应该包括为稳定汇率而对资本流动实施主动管理。固定汇率是国家能否对无序市场施加惩罚的反映。

---

1. 詹森主义是罗马天主教在17世纪的运动，由科尔内留斯·奥托·詹森（Cornelius Otto Jansen，1585—1638年）创立，他是荷兰乌特勒支省人。其理论强调原罪、人类的全然败坏、恩典的必要和宿命论。——译者注

2. Sudhir Hazareesingh，How the French Think：An Affectionate Portrayal of an Intellectual People（New York：Basic Books，2015）.

3. Pierre Nicole De Chanteresne，De l'éducation d'un Prince（Paris：Veuve Charles Savreux，1671），204.

4. John Law，Idée générale du nouveau Système des Finances，［1719 or 1720］，reproduced in John Law，Oeuvres complètes，vol.3（Paris：Sirey，1934），82.On Law's view of the world，see Arnaud Orain，"John Law's System in France 1717-1720，" Princeton University Paper（2015）.

5. See Jesús Fernández-Villaverde，"Magna Carta，the Rule of Law，and the Limits on Government，" University of Pennsylvania Paper（2015）.

6. François Perroux，Des mythes hitlériens à l'Europe allemande（Paris：Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence，1940），45，291-292（the texts quoted were written in 1935）.

7. Friedrich Hayek，The Road to Serfdom（London：Routledge，1944），129.

8. Erinnerungen Hans Schäffers an Ernst Trendelenburg.

9. Friedrich A.Hayek，The Road to Serfdom（London：Routledge and Kegan Paul，1944），55.

10. Hayek，Road to Serfdom，55，94.

11. Harold James，The German Slump：Politics and Economics 1924-1936（New York：Oxford University Press，1986）353.

12. Walter Eucken The Foundations of Economics：History and Theory in the Analysis of Economic Reality，translated by Terence Wilmot Hutchison（Berlin；Heidelberg：Springer-Verlag，1992），316.

13. Text of Joint Chiefs of Staff Directive Regarding the Military Government of Germany，April 1945，available at http：//usa.usembassy.de/etexts/ga3-450426.pdf.

14. Franz Böhm, “Western Germany,” in Monopoly and Competition and their Regulation, edited by Edward Chamberlin (London: MacMillan, 1954), 154.

15. Ludwig Erhard (1952), quoted in Tony A.Freyer, Antitrust and Global Capitalism 1930-2004 (New York: Cambridge University Press, 2006), 270.

16. Quoted in Christopher Allen, “Ordo-liberalism Trumps Keynesianism: Economic Policy in the Federal Republic of Germany and the EU,”in Monetary Union in Crisis: The European Union as a Neo-liberal Construction, edited by Bernard Moss (New York: Palgrave Macmillan, 2005), 199-221.

17. Albrecht Ritschl, “Der späte Fluch des Dritten Reichs: Pfadabhängigkeiten in der Entstehung der bundesdeutschen Wirtschaftsordnung,” Perspektiven der Wirtschaftspolitik 6 (2) (2005): 151-70.

18. Olaf Sievert, “Geld, das man nicht selbst herstellen kann—Ein ordnungspolitisches Plädoyer für die Europäische Währungsunion,” in Währungsunion oder Währungschaos? Was kommt nach der D-Mark, edited by Peter Bofinger, Stephan Collignon, and Ernst-Moritz Lipp (Wiesbaden: Gabler), 145; also Lars Feld, Ekkehard Köhler, and Daniel Nientiedt, “Ordoliberalism, Pragmatism and the Euro Area Crisis: How the German Tradition Shaped Economic Policy in Europe,” paper at conference at Schloss Ettersberg, Weimar (January 2015).

19. Wolfgang Münchau, “The Wacky Economics of Germany’s Parallel Universe,” Financial Times, November 16, 2014.Last accessed January 4, 2016, from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e257ed96-6b2c-11e4-be68-00144feabdc0.html#axzz3wf2Kdzlw.

20. Mark Blyth, Austerity: The History of a Dangerous Idea (New York: Oxford University Press, 2013), 142; see also Feld, Köhler, and Nientiedt, “Ordoliberalism, Pragmatism and the Euro Area Crisis.”

21. Christian Reiermann, Michael Sauga, and Anne Seith, “The Bundesbank against the World: German Central Bank Opposes Euro Strategy,” Spiegel Online, August 27, 2012.Last accessed January 4, 2016, from http://www.spiegel.de/international/europe/german-bundesbank-opposes-euro-crisis-strategy-a-852237.html.

22. “Schwarz-Rot contra Weise,” Handelsblatt, February 2, 2015, 13.

23. Karl Albrecht Schachtschneider, In Sachen der Verfassungsbeschwerde gegen die Währungspolitik der Bundesrepublik Deutschland wegen Verletzung der Grundrechte der Beschwerdeführer aus Art.38 Abs.1, Art.14 Abs.1 und Art.2 Abs.1, 2010.Last accessed January 4, 2016, from http://www.kaschachtschneider.de/files/Rettungsschirm_Klage_06062010.pdf.

24. “Protestaufruf：Der offene Brief der Ökonomen im Wortlaut，“ Frankfurter Allgemeine Wirtschaft，2012，July 5.Last accessed January 4，2016，from http：//www.faz.net/aktuell/wirtschaft/protestaufruf-der-offene-brief-der-oekonomen-im-wortlaut-11810652.html.

25. “Staatsanleihen-Ankäufe：Verfassungsgericht wendet sich erstmals an EuGH，” JUVE，Feburary 7，2014.Last accessed January 4，2016，from http：//www.juve.de/nachrichten/verfahren/2014/02/ankaufe-von-staatsanleihen-bundesverfassungsgericht-wendet-sich-erstmals-an-eugh.

26. See Jurgen Reinhoudt，Jacques Rueff’s Theory of Order in the Context of Early Neo-liberal Political Thought.Dissertation，University of Pennsylvania，2014.

27. Jens Weidmann，Crisis Management and Regulatory Policy，Walter Eucken Lecture，Walte Eucken Institut，February 11，2013.Last accessed January 4，2016，from http：//www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Reden/2013/2013_02_11_weidmann_eucken.html.

28. Karsten Wendorff，Challenges for Public Finances in and after the Crisis，Deutsche Bundesbank，April 24，2012.

29. 同上。

30. Robert King and Charles Plosser，“Money，Deficits，and Inflation，”Carnegie-Rochester Conference Series 22（1985），147-96；Thomas Sargent and Neil Wallace，“Some Unpleasant Monetarist Arithmetic，” Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review 5（3）（1981）：1-17；Michele Fratianni and Franco Spinelli，“Fiscal Dominance and Money Growth in Italy：The Long Record，” Explorations in Economic History 38（2001）：252-72.

31. Dennis Snower，Johannes Burmeister，and Moritz Seidel，“Dealing with the Euro Area Debt Crisis：A Proposal for Reform，” Kiel Policy Brief No.33，Kiel Institut für Weltwirtschaft.Last accessed January 4，2016，from http：//www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/kiel-policy-brief/kiel_policy_brief_33.

32. Michael Hüther，“Es steht auf Messers Schneide in Athen，” interview in Münchener Merkur，May 10，2012.

33. Maurice Allais，“Nobel Prize Acceptance Speech，” in A History of the Mont Pelerin Society，Max Hartwell（Indianapolis：Liberty Fund，1995）.

34. Marion Fourcade，Economists and Societies：Discipline and Profession in the United States，Britain，and France，1890s to 1990s（Princeton，NJ：Princeton University Press，2010），231.

35. Cecil Smith，“The Longest Run：Public Engineers and Planning in France，” American Historical Review 95（1990）：657-92；Charles Gillispie，Science and Polity in France：The End of the Old Regime（Princeton，NJ：Princeton University Press，1980）；Richard Kuisel，“Technocrats and Public Economic Policy：From the Third to the Fourth Republic，” Journal of European Economic History 2（1973）：53-99；Richard Kuisel，Capitalism and the State in Modern France：Renovation and Economic Management in the Twentieth Century（New York：Cambridge University Press，1981），202-12.

36. Jean-Baptiste Say，A Treatise on Political Economy（Philadelphia：Grigg and Elliott，1834），417.

37. Frédéric Bastiat，La Loi（London：Institute of Economic Affairs，2001；originally 1850）.

38. Jack Hayward，“The Nemesis of Industrial Patriotism：The French Response to the Steel Crisis，” in Yves Mény and Vincent Wright（Eds.），The Politics of Steel：Western Europe and the Steel Industry in the Crisis Years（1974-1986）（Berlin：de Gruyter，1986），502-533.

39. Jack Hayward，“The Nemesis of Industrial Patriotism：The French Response to the Steel Crisis，” in The Politics of Steel：Western Europe and the Steel Industry in the Crisis Years（1974-1984），edited by Yves Mény（Berlin：Walter de Gruyter），502-33；Jean Padioleau，Quand la France s’enferre：La politique sidérurgique de la France depuis 1945（Paris：Presses Universitaires de France，1981），32，34.

40. Gabrielle Hecht，The Radiance of France：Nuclear Power and National Identity after World War II（Cambridge，MA：MIT Press，1998）.

41. Jean G.Padioleau，Quand la France s’enferre（Paris：Presses Universitaires Françaises，1981），33.

42. Padioleau，Quand la France s’enferre，33，79.

43. Charles Maier，“The Politics of Productivity：Foundations of American International Economic Policy after World War II，” in In Search of Stability：Explorations in Historical Political Economy，edited by Charles Maier（New York：Cambridge University Press），121-52.

44. Pierre Bauby，L’Etat-stratège，（Paris：Les éditions ouvrières，1991），195.

45. Jean-Jacques Laffont and Jean Tirole，A Theory of Incentives in Regulation and Procurement（Cambridge，MA：MIT Press，1993）.In Germany，Hans-Werner Sinn also made a significant contribution to the analysis of the provision of public goods and built this position up as the basis for a critique of many of the Euro rescue mechanisms.

46. Thomas Piketty, Capital in the Twenty-first Century (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2014), 32.

47. Obituary: Raymond Barre, Independent, August 26, 2007, http://www.independent.co.uk/news/obituaries/raymond-barre-5334901.html.

48. Jacques Sapir, Les Êconomistes contre la démocratie: Pouvoir, mondialisation et démocratie (Paris: Albin Michel, 2000).

49. Bernard Maris, Lettre ouverte aux gourous de l'économie qui nous prennent pour des imbéciles (Paris: Albin Miche, 1999).

50. John Thornhill, "France Reforms Its Anglo-Saxon Attitudes," Financial Times, September 22, 2008, available at https://next.ft.com/content/9e839a34-88c5-11dd-a179-0000779fd18c; and Sarah Waters, Between Republic and Market: Globalization and Identity in Contemporary France (London: Continuum, 2012), 1.

51. Joseph Stieglitzand and Jean-Paul Fitoussi, Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress, 2009.Last accessed January 4, 2016, from http://www.stiglitz_sen_fitoussi.fr/documents/rapport_anglais.pdf.

52. Philippe Askenazy, Thomas Coutrot, André Orléan, and Henri Sterdyniak, "Manifesto of the Appalled Economists," Real-world Economics Review 54 (2010): 19-31.Last accessed January 4, 2016, from http://www.paecon.net/PAEReview/issue54/Manifesto54.pdf; Sarah Waters, Between Republic and Market: Globalization and Identity in Contemporary France (New York: Continuum, 2012).

53. Maurice Obstfeld, Jay C.Shambaugh, and Alan M.Taylor, "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility," Review of Economics and Statistics 87 (2005): 423-38.

54. See Michael Bordo and Harold James, "Capital Flows and Domestic and International Order: Trilemmas from Macroeconomics to Political Economy and International Relations," NBER Working Paper, 2015.

55. For a historical description of the crisis, see for instance Willem Buiter, Giancarlo Corsetti, and Paolo Pesenti, "Interpreting the ERM Crisis: Country-specific and Systemic Issues," Princeton Studies in International Finance 84 (1998).Last accessed January 4, 2016, from https://www.princeton.edu/～ies/IES_Studies/S84.pdf.

第二篇　货币和财政稳定：《马斯特里赫特条约》的幽灵

第五章　规则、灵活性、信誉和承诺

正如前面各章所强调的，在欧洲内部不存在单一、连贯的经济哲学。不同的国家保持各自不同的经济哲学，并据此理解欧洲层面的制度，进而思考改进的方法。在2007年以前，解释和观点上的差异只是隐藏于幕后，但是，随着欧洲危机的来临，深刻的裂痕浮出水面。许多差异是由莱茵河两岸不同的经济传统导致的，在促成《马斯特里赫特条约》的过程中，引发了激烈的争论。这些差异在欧元危机期间再度出现。欧洲一体化进程的特点，就在于将许多根本分歧搁置一边，每一方在谈判成功后离开时，都从自身利益出发对国际协议做出各自喜欢的解释，并对此深信不疑。荷兰中央银行官员安德烈·萨斯（André Szász）曾如此表述这一独具特色的情况："妥协与其说是成员国通过折中方式解决了彼此的分歧，不如说是就那些让他们认为可以继续自由地推动自身偏好的文件达成了一致。"注

本书第二篇包括第五章至第八章，主要分析了欧元危机期间再度浮现的经济思想差异，这也是马斯特里赫特谈判的组成部分。本章将着重论述规则和灵活性以及承诺问题。

德国在《马斯特里赫特条约》的谈判中始终坚持，未来欧盟的规则应体现在强大的制度设计上。德国主要关注沉重的财政债务负担将催生货币化融资，并最终由于价格膨胀导致准违约，正如20世纪70年代一样，表现最突出的是意大利和英国。欧洲央行的独立性为防范公共债务货币化提供了另一重要保障。把这一点与《马斯特里赫特条约》中的"不救助条款"结合起来，"直接违约"——而不是以通货膨胀的方式违约——成为系统中仅剩的安全阀。主权债务的利率水平可反映违约风险，这成为货币联盟中单个政府保持债务可持续性的重要激

励。已通过的《稳定与增长公约》将提供额外的保障，确保政府债务不超过一定水平。这些制度支柱是德国关于欧元区愿景的关键所在。相反，法国对这些原则却不那么热心；它强调的是，在规则的框架下，由缺乏灵活性带来的成本，法国对事后干预的优点给予了较高评价。法国政策制定者专注于管理当前的危机。他们愿意灵活地解释规则，但如果有助于克服当前的危机，他们也愿意做出极端承诺。与此相反，德国把规则视为避免未来风险积聚的一种方法，并担心对危机的灵活应对会为下一场危机埋下祸根。

具体而言，本章探讨以下问题：

●在避免和管理危机方面，规则和自主安全阀（autonomous safety valves）各有什么优点？又有什么成本？

●规则如何帮助克服“时间不一致性”问题：有些国家发现，事先给人要做某一件事的印象，事后却做另一件事，这对它们来说是有利的。

●历史上，金本位制、货币钉住和其他外部承诺手段是如何在时间不一致性问题与维持灵活性中寻求平衡的？

●信誉如何取代外部承诺手段？

●对独立央行的授权如何克服时间不一致性问题？特别是，在独立央行和政府参与的懦夫博弈的制度环境下，是否有助于找到恰当的平衡点？

时间不一致性：事前与事后

灵活，却有失偏颇

“法国”哲学的核心在于采取灵活的应对政策来管理危机。这种中央集权的做法反映出对政府纠偏能力的潜在信心。在法国这个高度中央集权的国家，自从戴高乐为法兰西第五共和国制定了更有效且有“保留领域”（尽管戴高乐主要关注的是外交政策）的新宪法后，危机管理由人民完全授权给总统。在危机时期，法国人认为再分配是有效的危机管理手段。比如，在2008年9月雷曼兄弟破产后，法国总统萨科齐被认为是金融危机时期一位有效而果敢的领导人。

德国人担心这种集中化的再分配权力可能导致徇私舞弊和过度游说，特别是来自社会中有影响力和有后台的部分群体。相比之下，“德国”哲学强调规则导向型框架的优点。国家建立起一套事前的规则和自主安全阀体系。个人、地区和国家在这一体系范围内行事。规则也引导人们的预期。用欧洲央行执董会前董事德国人于尔根·斯塔克（Jürgen Stark）的话来说，规则就像护栏可以提供长期稳定。相比之下，危机时期的实验性做法被视为权宜之计而不受人待见。最重要的是，从德国人的角度来看，在危机发生后，政府会帮助一些社会群体的认知将导致事前行为的严重扭曲，这就为下一场危机埋下伏笔。因此，道德风险问题是德国人的主要关注对象。一言以蔽之，法国专注于管理当前的危机；而德国人专注于防范未来的危机。

自奥德修斯以来的时间不一致性

政府总是一厢情愿地希望公众和市场参与者相信，他们在危机时期将尽最大努力避免为各种利益集团提供便利。然而，当危机发生时，如果没有规则的约束，出于私利他们会立刻改变想法。具有前瞻性的市场参与者预料到，承诺是廉价的，若缺乏规则约束，就没有人会遵守事先的承诺。在经济学文献中，这被称为时间不一致性问题。事前的最优方案并非事后的最优选择。比如，政府可能想说服公众和投资者，它不会拖欠债务或以通货膨胀的方式稀释债务。如果投资者相信政府，他们就会收取更低（无风险）的利率。然而，在受到负面

冲击时，比如一次小型的经济衰退，即使原则上政府能够偿还债务，但对于政府来说，债务违约或债务货币化的诱惑很大。潜在的违约可以腾出资金来稳定经济，这自然比增加税收或削减开支来偿还政府债务更有吸引力。然而，违约本身就伴随着一些成本。当一个国家临时退出国际金融市场，它就不能有基本赤字，进而不能平衡预算。但是，金融市场很快就会遗忘并原谅它们先前的行为，因此，政府在债务重组后又能很快获得资金。

简言之，政府希望通过事前设定应对措施，来约束它们的行为，但在事后偏离了这些措施。即使古希腊人也意识到这些时间不一致性问题。奥德修斯预料他可能会被女妖塞壬不可抗拒的歌声引诱而分心，偏离既定的航程，最终触礁沉没，但即便如此，他仍然渴望听到她们的声音！于是，他命令船上的划桨手用蜡封住他们自己的耳朵，并把他绑在船的桅杆上。他还指示船员在经过塞壬时不要理会他的呼喊，换言之，他预料自己需要承诺机制（桅杆）以使其计划的行为不发生改变。这就提出了一个问题，对于履行公共债务是否有类似的承诺机制呢?

自我承诺的君主，这是一个矛盾吗?

如果君主的定义是他可以制定（并改变）规则，这个君主制民族国家如何能做出可信承诺呢?

对这个难题最早的回答，来自17世纪末“光荣革命”后的英国人——英国议会议员和荷兰执政官威廉三世联手推翻了詹姆士二世。(注)在光荣革命之前，国王的财政需求不断增加，致使他通过有利于君主的产权重新界定和定期的债务违约（如1672年的“关闭财政部”）来搜刮更多的财富。所有这一切发生的原因，都是因为君主可以很容易地改变游戏规则，不受任何规则的可靠约束。由革命带来的制度变迁正是为了解决这一问题。尤其是在1688年之后，（新的）君主必须获得议会同意才能改变现有的安排。因为议会代表了财富所有者，这大大

限制了君主违背其债务的能力。在这个过程中，新创建的英格兰银行（作为政府债务的主要持有人）发挥了关键作用。它持有君主债务，其股本主要由能控制预算的议会所代表的社会阶层提供，因而君主债务违约在政治上是不可接受的。

如今，各国政府郑重承诺会以同样的方式偿还债务。大部分债务由国内公民——也就是选民——持有，这使债务违约的政治代价极其高昂。即使大多数债权由外国人持有，这一机制也同样重要：在危机时期，外国人知道可以将持有的债券出售给国内投资者，而这些投资者恰好愿意从外国人手中购买债券，因为由他们持有债券将降低违约的可能性。同样，向一国经济的核心机构出售新发行的债券也可以作为另一个有力的承诺机制。比如，政府对系统性（资本不足）银行违约会三思而行，因为到最后，政府还是得救助这些银行，债务重组收效甚微。

外部承诺：货币挂钩、货币联盟和金本位制

历史上，政府经常寻找其他的外部承诺机制，使利用通胀冲销债务变得更加困难。使用外部承诺机制的基本思想相当简单。一国将自己的货币与其无法控制价值的外国货币或商品（黄金）挂钩，如果外国货币或商品的价值没有快速变化，并且假设挂钩是可信的，那么其国内货币也将保持稳定。

从货币挂钩到货币联盟

很多国家将其货币的实际价值与一种外币（或一篮子货币）挂钩。这一承诺的效力取决于脱离挂钩的成本。设置目标区或货币挂钩是一种相对较弱的固定汇率制，例如在1979年3月欧洲货币体系建立之前引入的欧洲汇率机制。汇率可以在特定区间内浮动，偶尔可做调整。联系汇率制则是一种更强有力的承诺形式。举例来说，港元与美

元实行联系汇率制度。在这种制度下，国内货币供应必须得到外汇储备的充分支持。换句话说，央行将愿意把当地货币以平价自由兑换为外币。由于退出货币联盟通常会破坏银行体系并导致支付系统功能失调，因而加入货币联盟被认为是最强有力的承诺机制。从某种意义来说，货币联盟是可以想象到的最严格的约束。然而，这种外部承诺机制会导致灵活性降低。当世界形势不好时，货币声誉好的国家可以利用声誉资本，而受到外部承诺机制约束的国家在受伤害最深的时候还必须支付“分手费”。

黄金枷锁：事后成本和历史教训

19世纪晚期和20世纪早期的金本位时期，大多数发达经济体将本国货币的价值与黄金价格挂钩，以保持其货币价值的基本固定。为了缓解这些黄金枷锁的压力，国家经常频繁地采用和弃用金本位，特别是在20世纪二三十年代的动荡时期。[注]与黄金挂钩的传统一直持续到1945年，之后才被布雷顿森林体系的准金汇兑本位制所取代。这个体系的核心是美元，每盎司黄金的价格固定为35美元。所有其他国家的货币确定其兑换美元的汇率。为了给予该体系一定的灵活性，也允许偶尔调整外币兑美元的汇率。另外，汇率可能会相互固定，而不是参照基本商品。

简单回顾历史不难发现“货币紧身衣”对经济所施加的事后成本。在第一次世界大战之后，英国于1925年恢复了金本位，同时也恢复了之前的货币平价。由于在国际市场上丧失了竞争力，英国的出口产业从未完全恢复。不久之后，法国也于1926年恢复了货币平价，较原先大幅贬值的金本位，20世纪20年代后期法国经济快速复苏。20世纪30年代早期则发生了与此相反的情况：英国在1931年年初放弃了金本位，其经济在大萧条后迅速恢复；而法国不惜一切代价捍卫货币平价，并陷入长期的经济衰退，直到1936年也就是英国货币贬值五年后才被迫放弃金本位。

许多评论家，尤其是持左翼政治立场的人士，把这些经历视为对当前希腊困境的警示。英国在第一次世界大战之后不久就采取了硬通货和紧缩策略，目前希腊采取的也是同样的策略，由于通货紧缩导致的实际债务负担增加要快于审慎的财政政策所能够减少的开支，这一做法可能会弄巧成拙。大萧条后的英国经验，甚至更明显的是第二次世界大战之后的英国经验，提供了另一种路径：被认为有利于经济快速恢复的大幅贬值和金融抑制也适用于希腊，这就意味着欧元本身是阻碍经济复苏的“紧身衣”。然而，如果因为一些根本性的僵化因素而限制了调整，贬值只会提供暂时性的刺激。在那种情况下，退出欧元的成本远远超过了货币贬值带来的好处。注

内部承诺：声誉和制度设计

声誉

作为可信的外部承诺的替代方法，政府可以尝试建立不会直接违约或不会借助通货膨胀间接违约的声誉。到目前为止，我们在静态条件下观察了政府和金融市场之间的相互作用——政府今天可能会违约也可能不会违约，然后在未来再次借贷，分析就此结束。但是，现实情况下政府与金融市场之间会反复相互作用。对于政府来说，今天咽下了不违约的苦口良药（以提高税收收入来替代）是值得的，这释放出一个可靠的信号，即它只会在极端情况下重组债务。因此，投资者将收取较低的风险补偿，借款利率也会更低。

20世纪70年代后重塑声誉：英国与意大利

要赢得履约债务而非通过通胀稀释债务的声誉，需要很长时间的持续努力。但这一声誉很容易失去。在20世纪70年代，意大利和英国的高通胀降低了政府债务负担。令人惊讶的是，每年超过20%的通胀

率导致从居民到高负债政府的大规模再分配。到了20世纪八九十年代，意大利家庭吸取了教训，不愿再购买政府发行的长期固定利率债券。意大利因其早前的过错而受到惩罚，为此支付较高的实际利率长达10多年。撒切尔夫人领导下的英国实施了不受欢迎且颇具争议的财政稳定计划（当时受到364位著名经济学家的公开谴责）才逃过了这一劫。意大利政府根本未考虑过撒切尔政府的措施。

可信度与清白历史

只有当承诺不过于极端时，声誉才具有可信度。也就是说，排除极端和困难情况下的债务违约是不可信的。事实上，声誉构建的概念和旨在创建清白历史的违约理念也是紧密相关的。整体债务负担较低的国家自然有更多的回旋余地，因为投资者相信，即使在相当大的不利冲击下，不进行债务重组也可能实现再平衡。因此，例如《稳定与增长公约》之类的事前限制债务积累的规则有助于保持良好声誉。此外，维护声誉可能需要政府在某些情况下先对现有债务违约，从而清理其历史债务并提高抵御未来冲击的能力。比如，国家遭受债务积压问题时，就需要这样做。

权力下放至独立机构与懦夫博弈

缓解时间不一致性问题的另一种方法是通过巧妙的制度设计，令当选的政策制定者（尤其是选举之前）屈服。前述1688年的英国光荣革命就是这样一种制度安排（自我执行）的例子。将权力下放给可信的独立机构也是解决时间不一致性问题的方案之一，比如由无须担心选举结果的独立和保守的中央银行家来负责掌管这个机构。保守的中央银行家能够可靠地坚持特定的通胀目标，因为他不会忍不住去制造意外通胀来暂时提振经济。[注]权力的制度性划分被视为克服时间不一致性问题的一种承诺工具。

中央银行独立性与20世纪70年代的德国经验

在20世纪70年代的10年滞胀时期，通胀对于拥有独立央行的国家来说，问题要小一些。德国央行因克服了两次石油价格冲击实现货币稳定而赢得声誉，欧洲货币联盟创始人的想法是将独立的德国央行的良好声誉转移到新的欧洲央行，从而使所有欧元区成员国都可以享受同样的低利率环境。从法律意义上讲，欧洲央行成为世界上最独立的中央银行之一。其行长和执行董事会成员任期八年，并且不能连任。第十五章详细介绍了欧洲央行的制度特征。

货币与财政优势

央行的独立性应保护欧洲央行免受财政政策的不当影响。将欧元区当局分成一个单一的货币当局和多个（目前为19个）财政当局被认为是防止高通胀的措施。如果财政债务负担开始增加，独立的央行可以防止债务因通胀而贬值，并迫使财政部门削减支出或提高税收。在这样的制度下，货币当局处于主导地位。关于价格水平的财政理论文献称之为货币主导。与之相反的制度——财政当局通过大量发债来决定结果——被称为财政主导。在此种制度下，央行被迫使用印钞机以确保政府债务的可持续性。

懦夫博弈

现实中，央行与财政当局之间的懦夫博弈出现在危机时期。打个比方，假设有两个司机，每个司机都朝着单车道桥梁相向而行。每个司机都知道如果自己先改变方向，他就把这座桥让给了对手。然而，如果没有一方退让，最终的结果就是两车相撞。每一方都想通过拒绝转向来恐吓对方，使这场博弈成为不断升级的懦夫博弈（或消耗战），使损失不需要在当下实现而可以推迟到未来，而随着时间的流逝，损失只会越来越大。从个人角度来说，每一方都希望对方先认输

并承担损失，于是危机处置就被再次推后。在一场任何一方都无法被迫屈服、任何一方都不具备强大承诺能力的懦夫博弈中，博弈不断升级将导致最初很小的损失因延迟而放大到难以承受的程度。

欧洲货币联盟的创始人希望，确保具有严格通胀目标和强大独立性的欧洲央行具备进行懦夫博弈的能力，不会被迫屈从于国家财政当局。这种残酷的懦夫博弈应该能制衡财政政策。除了来自法国政策制定者的一些口头干扰，在欧元危机期间，欧洲央行的独立性从未受到质疑。

欧洲央行对政府行为起到约束作用的绝佳案例，就是2011年8月写给意大利和西班牙政府的两封信，两封信均由欧洲央行主席让-克洛德·特里谢和两国央行行长——后来成为特里谢继任者的意大利央行行长马里奥·德拉吉、西班牙央行行长米格尔·安赫尔·费尔南德斯·奥多涅斯（Miguel Ángel Fernández Ordóñez）签署（详情参见第十五章）。这两封信不仅包括财政要求，还包括养老金改革、服务业自由化、放松集体谈判以及实施失业保险计划等具体条件。意大利开始实施改革，但是大多数工作都留给西尔维奥·贝卢斯科尼（Silvio Berlusconi）总理的继任者马里奥·蒙蒂（Mario Monti）、恩里克·莱塔（Enrique Letta）和马泰奥·伦齐。同样，在西班牙，首相萨帕特罗也没有采取行动，但这两封信为马里亚诺·拉霍伊政府的政策议程提供了基础。

管理当前危机与避免未来危机

德国人喜欢强调用规则引导市场参与者的预期，特别是认为基于规则框架的承诺可以产生长期利益，例如稳定的政府债务和低通胀等。不平衡发生的可能性更小，且完全可以避免未来危机的发生。法国的政策制定者则专注于管理正在发生的危机。他们的做法是双管齐下：如果额外的灵活性有助于解决当前的危机，他们并不介意打破规

则；他们不介意做出约束性的承诺，以降低当前的资金成本，哪怕这可能会使他们在未来面临更严重的危机。他们相信，任何关于主权国家违约的暗示都可能引发信心危机。这就好比在水坝上打一个小洞，它并不足以充当安全阀，反而会生成急流并使水坝崩塌。与之相反，德国人一直喜欢安全阀（即规则）具有整体有益性（systematic availability）这个想法。历史上的很多例子告诉我们，具有约束力的承诺，例如严格遵守金本位，会产生不利的后果。规则必须得到适当微调并能够适应当前环境。然而，由于规则难以涵盖不可预见的意外事件，保持一定程度的灵活性就显得十分重要。

因时而变的灵活货币政策规则

央行总是在规则和自由裁量之间摇摆，不愿考虑他们完全可能会被机械地应用政策规则的机器所取代。特别是在危难时刻，他们经常被要求采取特别行动。《联邦储备法》（1932年修订）第十三条第三款允许美联储在“异常和紧急情况下”提供特别贷款。这一权力在大萧条期间并未被过多使用，但在应对2008年金融危机时被大规模采纳。随后，在《多德—弗兰克法案》中该权力受到政治控制。

在一个适当的以规则为基础的环境中，一个关键特征是货币独立性。然而，正如欧元区危机和美国经验所显示的，这种独立应当并且将会在危机时期受到削弱，因为财政和货币当局必须共同努力。这种新的政治重要性的典型案例，就是德国暗中支持德拉吉在伦敦发表的“不惜一切代价”的演讲；没有这种支持，德拉吉的讲话就不可能有这么大的影响（详见第七章和第十五章）。但是以政治为重也带来新的问题。随着货币当局与财政当局之间的联系增强，导致懦夫博弈的出现。如何解决懦夫博弈问题，将为未来的制度环境打下基础。

紧身衣式承诺与作为保险机制的债务重组

同样，事前确定政府有可能发生违约的具体环境是很困难的。值得注意的是，（政府）债务有着双重作用。首先，它允许政府——正如普通债务工具对个体的作用一样——平滑支出。这也意味着，政府债务可以被用于稳定宏观经济。其次，政府债务也是一种保险工具——如果在极端情况下发生违约，财务困难将由债券持有人共同分担。

相关的历史案例是1556—1598年在位的西班牙国王腓力二世的违约事件。对他来说，收入和支出都高度不稳定，这也注定了违约的发生。在收入方面，他拥有来自西班牙国内相对稳定的税收收入，也获得了来自新世界的可观收入。但后者的收入时高时低，主要取决于装满了白银（和其他财宝）的船只能否安全地回到西班牙，还是在风暴中沉没，或是被英国私掠船或海盗船劫持。在支出方面，持续的战争威胁（包括保卫银色舰队和银矿）笼罩在整个国家上空。其债权银行——德国富格尔家族和许多热那亚银行家族——充分了解主权的不稳定，因而违约（意味着将高利息的短期债券转换成长期债券）一直是政府债务交易的一部分。因此，政府债务显然有前述的保险作用。注

总而言之，欧洲政策制定者和公众应就极端情况达成一致，在这种情况下他们会发现，作为最后选择的违约本质上就是一个安全阀。2010年10月的法国多维尔会谈——当时宣布了对希腊私营部门债务的重组，最终发生在2012年2月——揭示了不同的欧元区成员国对何种极端情况下应进行债务重组并未达成一致。尽管国际货币基金组织和德国极力游说对私营部门持有的债务进行重组，但是法国和欧洲央行均极力反对。

---

1. Quoted in Ashoka Mody，“Greece and the André Szász Axiom，” Bruegel，February 25，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//bruegel.org/2015/02/greece-and-the-andre-szasz-axiom-2.

2. Douglass C.North and Barry R.Weingast，“Constitutions and Commitment：The Evolution of Institutional Governing Public Choice in Seventeenth-century England，”

Journal of Economic History 49 （1989）：803-32，provides the classic account of the new institutional alignment.

3. Barry Eichengreen，Golden Fetters：The Gold Standard and the Great Depression，1919-1939 （New York：Oxford University Press，1992）.

4. See for instance Daniel Gros，“Why Greece Is Different，” Project Syndicate，May 13，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//www.project-syndicate.org/commentary/greece-export-problem-by-daniel-gros-2015-05.

5. Kydland and Prescott（1977），首先在文中指出时间不一致性问题。Finn Kydland and Edward Prescott，“Rules Rather Than Discretion：The Inconsistency of Optimal Plans，” Journal of Political Economy 85 （1977）：472-92.他们因此获得诺贝尔经济学奖。Barro and Gordon （1983）和Rogoff （1985） 建议将货币政策委派给保守的中央银行家。Robert Barro and David Gordon，“Rules，Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy，” NBER Working Paper No.1079，February 1983；and Kenneth Rogoff，“The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target，” Quarterly Journal of Economics 100 （1985）：1169-189.Lohmann （1992）表示，在极端的糟糕事件之后，中央银行的独立性会被短暂打破。Susanne Lohmann，“Optimal Commitment in Monetary Policy：Credibility versus Flexibility，” American Economic Review 82 （1992）：273-86.

6. 更多细节，查看Mauricio Drelichman and Hans-Joachim，Lending to the Borrowers from Hell：Debt，Taxes，and Default in the Age of Philip II （Princeton，NJ：Princeton University Press，2014）。

第六章　责任与团结：“不救助条款”和财政联盟

为了进一步防止政府负债的“货币化”，尤其是在完全无清偿能力的情况下，《马斯特里赫特条约》第125条提出了“不救助条款”。德国的经济传统非常强调为自己的行为负责，而非通过“事后转移支付”将代价转嫁给另一方。德国的哲学起源于长期以来的分权和联邦制国家结构，它天然地倾向于赋予个体经济人和各地区以自由。相应的，它会更谨慎地对待过度保障所带来的道德风险问题。德国决策者经常重申，欧元区每个成员国都必须独立处理本国内务，依赖其他国家的救助将导致“激励机制”的严重扭曲。他们经常引用歌德的名言：“如果每个人都能够维持自己门前一席之地的清洁，那么城市的每个角落都将焕然一新。”[注]各实体在拥有自由行动权利的同时，也要对其行为后果负责，这一责任原则在德国是神圣不可侵犯的。德国决策者预见了两条道路：（1）一种是分散的财政秩序，即每个国家对自己的债务承担责任；（2）另一种是充分集中的财政联盟，将政府支出的权力转移至一个独立的欧盟当局。只是，第二种方案允许发行具有“连带责任”的“欧洲债券”。

法国决策者从未像德国那样重视《马斯特里赫特条约》中的“不救助条款”。相比之下，法国的哲学反映了中央集权主义传统，更倾向于推进事后转移支付。其座右铭“博爱”，正是来自法国大革命的口号。宁愿承担道德风险带来的代价，也要寻求保障，这种意愿与法国巴黎中央政府几乎控制了所有重要政策领域的传统相互呼应。有趣的是，法国决策者能够接受对外围国家提供财政转移支付的想法，却不愿意将财政控制权移交给位于布鲁塞尔的欧盟当局。只有在人们认为所有的转移支付和救助都是为了解决市场低效率和暂时的流动性问题时，

缺乏“联合控制”（joint control）的连带责任才是合理的。本书下一章将讨论这一议题。

本章探讨以下问题：

●为什么“不救助条款”未能为审慎的财政行为提供足够的激励？同时，为什么金融市场不能在经济上升时期提供正确的激励，却在经济衰退时期对利率的陡升反应过度？

●财政联盟是目前欧元区经济问题的解决之道吗？特别是它能够有效减少债台不断高筑所带来的偿债负担吗？财政联盟能确保每个国家都能应对不对称冲击吗？还是最终会以“转移支付联盟”（transfer union）而告终呢？

●没有将转移支付控制权移交给布鲁塞尔的财政联盟，能为政府提供恰当的激励吗？

●我们应该如何解读意大利落后的南部地区——梅索兹阿诺（Mezzogiorno）的历史经验？这是否警告我们，财政联盟不一定能使各个地区生活水平趋同，反而会导致欧洲核心国家生产率提高，而外围国家却依赖补贴呢？

●需承担连带责任的欧洲债券是否在帮助解决目前危机的同时，却为下一轮危机埋下了隐患？是否存在一种替代方案，它能够不受连带责任相关问题的困扰？

“不救助条款”

一条规则及其带来的后果

从法律上讲，在《马斯特里赫特条约》的协商谈判中，德国的观点显然占了上风。根据条约，债务货币化的货币性救助以及财政救助都是不合法的，而且这一限制已经被正式纳入国际条约。欧洲央行不得直接购买政府债务。另外，根据“不救助条款”，欧盟或任何国家政府提供财政救助都属于违法。

因此，直接债务违约成为一国吸收由前期累积过多不平衡所造成的国家层面冲击的唯一安全阀。20世纪90年代前期，《马斯特里赫特条约》签订时，人们低估了债务违约可能给其他国家造成的传染效应和溢出效应，它可能引发的后果直到90年代后期的东南亚金融危机和俄罗斯金融危机中才凸显出来。

在德国看来，《马斯特里赫特条约》的“不救助条款”是这场博弈的总制度规则的关键部分。作为国际条约的一部分，而非简单的国内法律，这一条款被视为将国家置于“正统财政观念”（fiscal orthodoxy）统治之下的强大约束。该条约和严格的财政纪律一起，为所有成员国维持了一如从前的激励结构。与之相反，在法国看来，“不救助条款”是一条可有可无的规定。这些分歧曾在很长一段时期被掩盖，而类似的情况在欧洲一体化进程中经常发生。

市场纪律

在理想情况下，“不救助条款”可以通过市场纪律激励财政当局在繁荣时期采取谨慎操作，并避免政府债务的急剧增长。由于负债较高的国家更容易（直接）违约，因此他们会在事前给债权人支付相对更高的利率。市场纪律的基础是信息高效的市场，而后者是否存在依然受当时的一些经济观察家所质疑。正因为如此，德国努力推动包含3%赤字率约束的《稳定与增长公约》，使之成为“不救助条款”的第二支柱。

欧元危机爆发之前的问题在于，市场参与者和金融机构从未把“不救助条款”太当一回事，而是和法国一样对其熟视无睹。这种方式合情合理，因为同样的态度也反映在银行监管当中。《巴塞尔协议》要求银行对其风险敞口持有一定的“缓冲资本”，而所有的欧元区政府债务都被视为无违约风险，即风险权重为零。换句话说，尽管直接违约被视为唯一的安全阀，但银行并没有被要求对其持有的政府债券在股权资本中计提风险资本。此外，欧洲央行对欧元区各国的政府债务一视同仁：所有政府债券都可以用作抵押，而无须有差别的估值折扣和安全保证金要求。这两条规定都与“不救助条款”直接矛盾，并削弱了后者的效力。不出所料，随着欧元的引入，各类政府债券间的利率差异实际上已经消失。

当欧元危机爆发时，德国相信《马斯特里赫特条约》中的“不救助条款”将得到严格执行，因此热衷于坚持严格的限制条件，即使这意味着将由外来者——国际货币基金组织——将多边纪律约束引入欧元区。

这一立场为许多北方国家所认同，这些国家都决心严格遵守《马斯特里赫特条约》的“不救助条款”。他们认为，任何给予问题经济体的支持，即便是暂时的，也都是危险的先例。欧洲经济与货币联盟是一个货币联盟，能有力防范财政不负责任的行为。

财政联盟

对抗不对称冲击的保障——财政联盟

在德国看来，为了让每个国家维持好本国的经济秩序，“不救助条款”是关键的激励因素。而其他国家都把财政救助看作一种保障稳定的机制，帮助他们应对不利的不对称冲击。最杰出的一批学者曾经认为，必须采用一个财政再分配计划来替代缺失的安全阀，后者也可以

通过浮动汇率调整来实现[注]。这其中便有普林斯顿的彼得·凯南（Peter Kenen）。凯恩斯主义的关键假设是，物价和工资具有黏性，因而无法自动调整以应对冲击。而一个货币联盟有固定汇率，因此会导致外国的物价和工资具有刚性。作为另一种缓解冲击的手段，财政再分配措施和救助计划是必需的。

这种财政保险机制既可以在国家之间，也可以在个体间运行。在美国，生活在不同地区的人有大量的再分配。比如，导致佛罗里达州受到重创的房地产泡沫破灭之后，该州居民总计收到相当于其GDP总额4%的转移支付[注]。相反，同样遭受房地产泡沫破裂打击的西班牙人却未从这样一个覆盖全欧洲的个人保险计划中受益[注]。

根据《马斯特里赫特条约》，欧洲货币联盟中不应包含这样的保险计划。“欧洲”并不是财政统一的工具。从德国的角度来看，这样的保险制度极具道德风险。如果货币联盟中的个人或是单个成员国可以通过一般保险制度得到救助，那么他们事前就会更倾向于“不合理地配置资源”和“过度投资”，风险偏好过高。如果结果很糟糕，其他国家则会提供救助；而如果一切顺利，该成员国的利益就会显著增加。允许一国银行系统过度扩张就是一个典型例子。塞浦路斯、马耳他、卢森堡和爱尔兰都受这种商业模式所吸引。这种模式在繁荣时期带来了大量的额外利益和赋税收入。但是，一旦该模式失败，后果就将由其他欧洲国家共同承担。

为了控制道德风险，要么严格执行共同的财政规则，要么由布鲁塞尔集中做出关键预算决策。法国本身就是个高度集中化的国家，因而法国的决策者们极度厌恶对国家预算施加任何形式的多边控制。他们无法容忍将预算权转移到布鲁塞尔，一开始还抵制德国努力强化“超国家监管”以及将其载入新条约的想法。

欧洲的个人最低失业险

欧洲政府之间的转移支付被认为是有问题的。在庞大且多样化的政治秩序下，讨论转移支付的最佳方式就是将其个性化或个人化。具体而言，就单一欧洲市场中的劳动力自由流动来看，一个覆盖欧洲的“社会保障系统”是顺理成章的。这也表明，“保险原则”不仅仅适用于金融机构，它还将提供一个重要的缓冲带：繁荣地区将缴费更多，而落后地区则受益更多，无论是在一国之内（比如意大利），还是在整个欧洲，这些缴费都无须经过政府机构，而只是从北到南的转移支付。和许多其他旨在加强财政能力的改革建议不同，它并不要求修改任何条约。

这种情况在美国历史上有其先例，即大萧条时期有效的财政联邦主义。罗斯福新政为应对严重冲击构建了更为有效的基础。1935年颁布的《社会保障法案》包含了两个至关重要的元素：一是退休制度，个人退休待遇取决于个人缴费（总累积工资），资金来自工资所得税。缴费者可以在不同的州工作，也可以在任何他们愿意的地方退休，都不影响他们的缴费。二是失业保险，这在普遍失业时期（失业人数1200万）可以解决燃眉之急。但失业保险有时间限定（最初只有13周），并且给付水平和缴费评估标准由各州自行决定，不过信托基金由联邦政府层面统一管理。现代欧洲版的社会保障要么在目前的国家制度中增加欧洲元素，要么通过成立基金以便在灾难事件或不利环境中提供再保险。

法国和意大利政府对于签署“欧洲失业保险制度”都非常谨慎，在过渡期做了许多预防工作。由于存在巨大的南北工资差异，意大利尤其难以推行全国性方案。因此，意大利的文件强调了长期渐进地推进：“如果设计合理，欧洲失业保险制度可以使全国的失业保险体制渐次相近，从而缓和分裂因素，缩小主要差异。该制度应当包含一个恰当的激励结构，用于限制道德风险和防止国家间的永久转移支付。”注但意大利还提出建议，在“劳动力市场形势”不理想的情况下，布鲁塞尔应为成员国提供资金援助。“对于那些因冲击导致失业率超过承受

能力的国家，可以为其提供暂时的救济——但之后它们就要自力更生了。”[注]然而，这样的机制存在着风险——转移支付可能被当作一个国家对另一个国家的“政治性偿付”（political payments），这正是美国在20世纪30年代制定该制度时小心避免的情形。

欧盟委员会认可了失业保险制度，一些德国专家学者也表示支持[注]。但要说服广大德国人民和德国政府，还需要采取一项真正有效的措施来限制道德风险[注]。正如设计更好的银行保险时出现的问题一样，任何新的机制都可能被需求压垮，并表现出区域不平衡，比如某个地区可能从保险池中系统性地抽走所有资源。因此这种制度是否可行，从根本上取决于它能否提高劳动力市场的适应能力，从而减少大规模失业，缓解保险制度受损的威胁。有一种情况是，通过设立明确的条件，将失业保险和有效的劳动力市场改革相结合。由于可逆性一直存在，那些可能破坏劳动力市场开放的国家的公民将因此失去享有欧洲保险的机会。而这样的条件将使保险的预期效果愈发显著，从而让欧洲劳动力市场保持活力。通过另一种方法也可以达到同样的目的，即构建一个标准化管理框架，确保欧洲各国都采用类似的失业人员分类标准。

没有财政联盟的最优货币区

虽然彼得·凯南强调了财政联盟的重要性，但研究最优货币区的学者们，还是提出了甚至在不需要浮动汇率和财政再分配制度下，即可应对不对称冲击的相关条件。当其他人质疑汇率变动的意义时，对这些经济学家而言，放弃浮动汇率的代价并不高。

除了汇率弹性和财政再分配之外，还有哪些方法能用于吸收不对称冲击呢？罗伯特·蒙代尔（Robert Mundell）认为，最优货币区的成立条件是一个经济区域内的劳动力和资本自由流动，因为这种流动可

以缓和不对称冲击，从而无须进行汇率调整[注]。凭借该理论及其他相关贡献，蒙代尔荣获1999年的诺贝尔经济学奖。

劳动力流动

当货币联盟中的某个国家遭受不利的生产率冲击时，劳动力流动性提高，使本应失业的人群转移到该货币联盟的其他地区。劳动力高流动性使货币联盟更容易吸收不对称冲击。20世纪90年代，《马斯特里赫特条约》谈判期间，很多美国经济学家指出，美国是一个最优货币区，因为那里的工人跨州流动相对自由，而在欧洲，不同的语言、文化等障碍抑制了劳动力流动。在美国，工人从高失业率区迁移至低失业率区，从而消除了就业率的差距。一个鲜活的例子就是，劳动者从陷于工业衰退的密歇根州纷纷转移到近期因页岩气而繁荣的北达科他州。然而有意思的是，近年来，美国的劳动力流动性显著降低[注]。虽然美国劳动力市场依旧比欧洲市场的流动性要高，但差距已经缩小。

关于劳动力流动的基本论点忽略了一个事实：对于高负债国家来说，高生产率年轻人的流出，其代价是巨大的。当生产率高、有创新活力的年轻人离开自己的国家，债务将不得不由少数生产率低下的老龄化人口来偿还。在某种意义上，公民个人可以选择离开祖国，以逃脱为政府还债的义务。移民可以视为个人对政府债务的私人违约行为。

资本自由流动

像劳动力自由流动一样，资本的自由流动也有助于缓解不对称冲击。在货币联盟中，如果能轻易地将资本重新配置到生产率高的地区，那么负面的生产率冲击就不会造成太大危害。因此，在完美的资本市场中，不一定需要浮动汇率。

然而在现实情况中，金融市场存在摩擦。随着时间的推移，摩擦会使家庭和企业无法完美分担风险或平滑消费。金融市场的不完善会使失衡和泡沫持续积累。在欧元危机之前，资本很大程度上通过银行系统的中介作用流向外围国家，这导致金融不稳定和内生的不对称冲击。第九章和第十章将讨论资本过度流动如何突然逆转并将整个经济拖入困境，特别是当资本以短期债务的形式存在时。当某个经济体可观测到的波动性很低时，就更可能存在隐性的失衡积累，这种现象被称作波动性悖论[注]。与直觉相反的是，通过消除局部金融摩擦的金融深化，事实上可能反而加剧了金融不稳定，因为它促进了资本的过度流动。这就要求我们必须认真思考对金融市场实施宏观审慎监管。

凯南认为，一个可以微调、受到冲击时可随时启动救助计划的财政联盟，必须克服私人部门贸易行为可能会对救助这一保险机制造成局部破坏的问题。这就需要额外的扭曲性税收，甚至包括某些极端措施，例如禁止某些金融市场[注]。这条道路显示了财政联盟可能包含的复杂性。政治游说的压力也许会干扰和妨碍监管，因为它只会保护特定的利益群体，而不是为公共利益服务。

开放

罗纳德·麦金农（Ronald McKinnon）认为，对最优货币区而言，最重要的判断标准是开放（即商品、服务、要素间的自由流通）。对于贸易往来更加开放的小国来说，加入货币联盟是有利的[注]。之后的研究质疑麦金农的假说，认为减少贸易壁垒将导致一国的生产更加专业化。一个国家的行业如果呈现高度专业化和低多样性，由于易受到特定行业冲击的影响，这个国家将更有可能受到不对称冲击。

“原罪”破坏了浮动汇率带来的好处

虽然“德国秩序自由主义者”将汇率波动视为一种稳定机制，但许多现代凯恩斯主义者却质疑浮动汇率作为安全阀的有效性。原因就是

经济学家所谓的“原罪”。当本国利率较高时，银行、公司甚至居民都更倾向于持有以外币计价的债务。他们意图从较低的外币利率中赚取利益，却低估了汇率的不利变化所带来的风险。例如，在欧元危机之前，匈牙利和波兰的大量抵押贷款都以欧元和瑞士法郎作为计价货币，使债务人可以从低利率中获益，但在随后的匈牙利货币福林和波兰货币兹罗提贬值中他们却遭受了损失。

如果公司和家庭的负债是以外币计价的，那么货币贬值将带来巨大隐患。一方面，贬值提高了一国竞争力，因为在国际背景下实际工资水平降低了。但另一方面，折算为本币后的本国外债增加了，使债务偿还更加困难，实际债务负担加重了。换言之，国家面临着外部的贬值困境。重视原罪问题的经济学家认为，即使在浮动汇率制度下，财政减震器依旧是必要的。据此，经济学家们又调低了加入货币联盟的成本。

作为转移支付联盟的财政联盟

转移支付联盟与保险

如果救助能够在不同时间为不同地区带来利益，那么一个财政联盟也可以被视为一种保险机制。德国决策者们不仅担心这种保险措施可能带来的道德风险，还担心未来财政联盟可能会演变为永久的转移支付联盟。财政转移支付最终可能成为一条单行道。“拒绝转移支付联盟”在德国、奥地利、荷兰、芬兰等北方国家的民众中产生了大量共鸣。希腊等被认为财政上不负责任的国家更是强化了对转移支付联盟广泛而强烈的抵制。

货币贬值困境引起的通货膨胀危机或永久性财政转移支付

在21世纪头10年，欧元区陷入泥沼。首先，外围国家负债累累（包括私人和公共债务）。其次，欧元区物价和工资的平均增幅超过

了德国。比如，2002年希腊名义人均单位劳动力成本上涨了9.9%，而同年德国只上涨了0.8%[注]。如图6.1所示，这样的增长差异一直持续至2010年。外围国家就此失去了同德国竞争的能力。

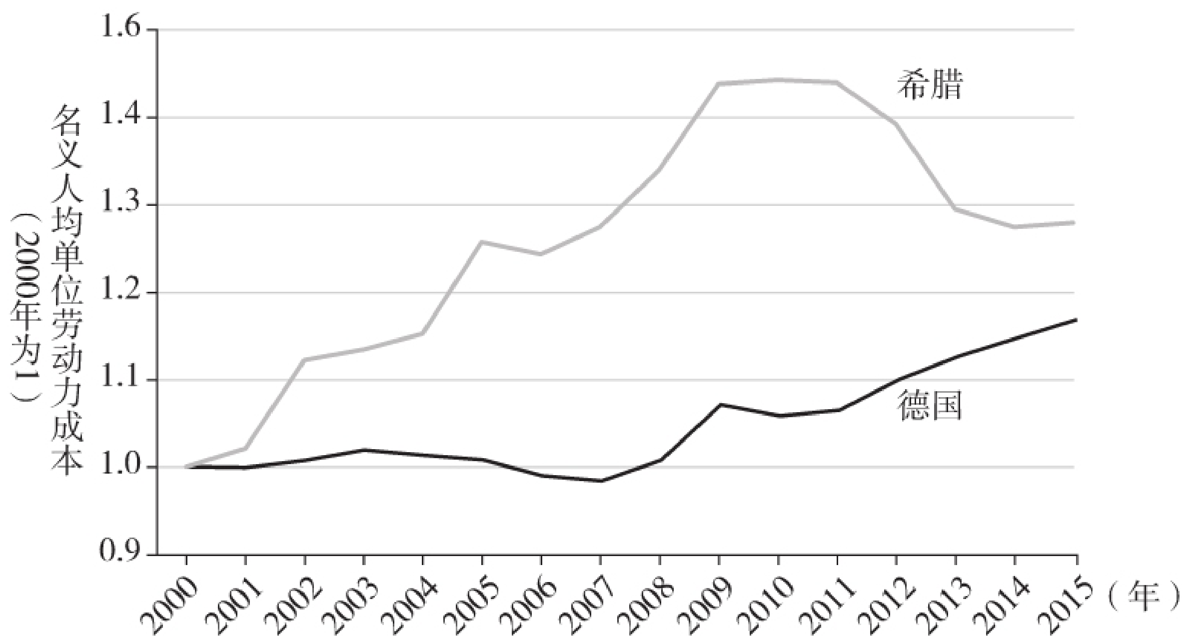


图6.1　单位劳动力成本

资料来源：欧洲统计局。

当过去的工资增长过快时，通常需要真正削减工资。在欧元诞生之前，失去竞争力的国家总能通过本国货币贬值的方式受益。在20世纪八九十年代，欧洲汇率机制，即“蛇形浮动汇率制”，使外围国家能不时地重估币值。这种外部贬值使它们得以保持竞争力。

而在货币联盟内部，对外贬值是不可能的。相反，调整必须通过内部贬值来实现，即减少工资增长。欧元危机期间，外围国家（如西班牙和葡萄牙）的名义工资大幅下降，这对年轻劳动者的冲击尤其大，因为他们的工作远不如年长者有保障，如图6.2所示。

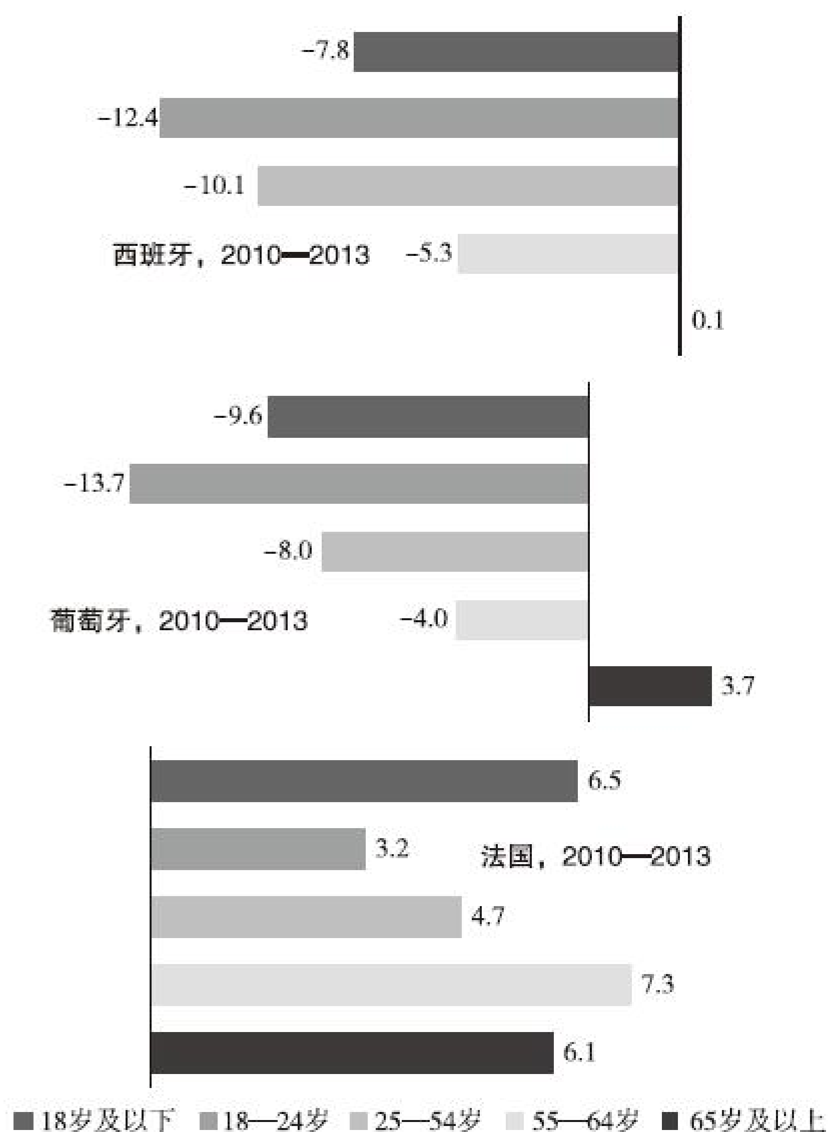


图6.2　2010—2013年不同年龄层的平均工资变化

然而，正如外部贬值困境与外币债务一同出现的“外部贬值困境”一样，名义工资的减少也伴随着内部的“贬值困境”。低工资使工人难以偿还债务和按揭贷款，有些人会因无法偿债而感到忧虑，最终违约。这种现象很可能引发更多的金融不稳定问题。

除了削减外围国家的名义工资外，另一个方法是提高欧元区核心国家的工资。这会推动核心国家的通货膨胀，并因此稀释核心国储户的名义财产价值。当然，从日本学到的最大教训是：通货膨胀不容易

产生，想要在货币联盟中的某一特定地区创造通货膨胀更是难上加难。这种情况让决策者们进退两难，或者借用一句谚语来说，决策者们真是“屋漏偏逢连夜雨”。为避免违约，似乎必须在财政转移支付政策和核心国家的高通胀率之间做出选择，以补偿外围国家的竞争力缺乏及其引发的高失业率。核心国家高通胀率的优势在于，相关的工资调整恢复了外围国家的竞争力。相反，转移支付则延迟了相关的价格调整，降低了资源配置效率，并可能变为永久性转移支付。

填补生产率差距的转移支付联盟：“梅索兹阿诺恐慌”

使用（永久性）财政转移支付以控制存量债务的拖欠率和违约率，这一政策选择忽视了外围国家竞争力的缺乏和与之相伴的高失业率。此种安排会带来高昂的长期成本。外围国家的高失业率会促使有远见的年轻人移民到高生产率的欧元区核心国家。他们的移民将使外围国家更加依赖于转移支付。这不但不能促进经济趋同，反而会使生产力差距更加难以逾越。

财政转移支付还扭曲了实体经济活动。外围国家的人会发现，与其从事生产活动，还不如寻租或寻求补贴。比如，以公务员为例，一国高生产率地区合理的政府支出，在低生产率地区往往显得过高，这就使政府机关的职位看起来比私人部门的工作更具吸引力。

这就是意大利南部地区梅索兹阿诺愈发依赖于意大利北部的原因。平均来看，意大利南部的（私人部门）工人工资大约只有北方的一半（16000美元比37000美元），而失业率却是北方的两倍（20%比10%）[注]。于是，西西里岛和那不勒斯的政府工作看上去比米兰的更具吸引力。这也许可以解释为何20世纪70年代以后，意大利的地区经济趋同停滞，而且随后的经济表现也是十分疲弱。与此类似，如果欧洲的决策者们不弥补根本性的生产率差距，就迫切建立永久性的财政转移支付，那么欧洲很可能出现类似的鸿沟。

为填补根本性的生产率差距，美国也使用了永久性的财政转移支付，却带来了意料之外的后果。从20世纪70年代开始，波多黎各和美国大陆经济的趋同化开始逆转，就像意大利的梅索兹阿诺一样。波多黎各联邦变得更加依赖于财政转移支付，来自美国联邦预算支出的转移支付达到波多黎各GDP的7.5%。到了2015年，长期存在的金融危机导致债务违约爆发，许多观察家认为，波多黎各就是美国的希腊。它的贫困率甚至高于希腊（45%比36%），负债/政府收入比率更高，支付的利息也更高[注]。联邦转移支付不但没有解决问题，反而创造了一个贫困陷阱。

类似的家庭转移支付联盟

除了南北地区差距以外，年轻人和老年人之间的差异提供了另一个转移支付联盟的例子，尤其是在欧洲外围国家，在那里过多的财富为年长者所持有。而且，大多数年长工人都可以享受大量的特权和受保护的岗位。限制性的劳动规制阻碍了年轻人进入劳动力市场，剥夺了他们积累人力资本的机会。于是，许多家长为他们的孩子提供“家庭转移支付”，比如，允许已成年的孩子居住在他们的房子里。事实上，意大利人对“妈妈旅馆”的现象早已习以为常。

财政联盟之前的过渡阶段

《马斯特里赫特条约》中并无任何关于建立财政联盟的条款，鉴于最近发生的事件，构建（至少某些有限形式的）财政联盟或协作机制迫在眉睫。由于财政联盟受到道德风险和其他问题的困扰，将一部分权力集中是难以避免的。但是，传统的法国式中央政府这样的解决办法在政治上似乎并不可行。就连法国都不愿意将部分预算权转移至布鲁塞尔。另一个选择就是传统的瑞士或德国的规则导向型解决方案。成员国必须严格遵守一系列预先设定的规则，20世纪90年代的

《稳定与增长公约》就遵循了这种方案。但是，《稳定与增长公约》还不够完善，也没有得到认真执行。

通过向成员国提供更好的债务融资工具，使预算权向中央转移变得更有吸引力，这在历史上有不少例子。托马斯·萨金特（Thomas Sargent）的2011年诺贝尔奖颁奖演讲，使这一事件广为人知：1790年，亚历山大·汉密尔顿（Alexander Hamilton）在美国“独立战争”后，通过协商，成功地让联邦政府来承担大量的州政府债务，这种“承担”是以不追责原则为背景的。十三个州并不需要对糟糕的财政表现负责：这是战时外部环境造成的后果。这从表面上看似乎讲得通：至少一部分欧洲债务（尤其是对于像西班牙和爱尔兰等在危机爆发前财力雄厚的国家来说）并非由糟糕的财政政策所致，而是由全球金融危机和货币联盟的制度设计所致。

然而，仅仅将权力转移至中央显然不够。美国在1790年由联邦政府承担州政府债务的构想，并未衍生出一个负责任的州财政系统，而且在随后的半个世纪内，出现了大量的州政府违约，关于各州债务应如何承担以及如何缓解州债务负担的问题，一直存在争论。各州在财政上的不负责任，还严重损害了联邦政府的声誉，使对外借款成本极其高昂。用于偿还新增联邦债务的税收流同样也是引发异议的原因之一，并最终导致南北战争爆发。汉密尔顿的消费税带来的直接后果就是宾夕法尼亚州的叛乱（1794年的“威士忌暴乱”）。从长远来看，各州对关税形式各有意见，一些不从事制造业的南部各州认为，关税对它们极为不利，因为它们高度依赖棉花出口和英国的制造品进口。

欧洲债券

在欧元危机期间出现了一场关于欧洲债券的争论。但欧洲债券的引入并未与向布鲁塞尔移交预算权相挂钩。而没有伴随预算权移交的

欧洲债券会逐渐削弱《马斯特里赫特条约》和《稳定与增长公约》中的两大支柱性战略：通过“不救助条款”的可靠实施，市场纪律应该：（1）在利率上有所反应，为成员国提供恰当的激励以控制公共债务水平；（2）进一步完善财政制度以限制预算赤字和债务水平。

关于欧洲债券的争论，就像早些时候德国与法国之间关于欧洲一体化进程的顺序之争。在《马斯特里赫特条约》签署之前，德国在很长一段时间内都抵制欧洲货币联盟，因为在它看来，共同货币是政治联盟走向财政联盟的最后一步。虽然其立场十分坚定，但事实上，德国1871年的（第一次）统一，部分原因就是缘于“货币简化”（新货币德国马克在1873年统一之后才真正创建）。有趣的是，在1871年“德意志帝国”诞生之前，松散的“北德意志邦联”内某些财政上不负责任的“侯国”，也给俾斯麦带来了类似的麻烦。[注]

法国和意大利主张推进货币联盟，希望缺失的元素能在适当的时候就位。危机可能会爆发，但是在别无选择时，这些危机可能对彻底完成下一步计划有所帮助（“别无选择原则”）。这样一个既成事实的策略，从一开始就是欧洲一体化进程的一部分，但是它也令欧洲一体化疏远了公众。类似的，通过欧洲债券引入连带责任或许可以解决当前的危机，但是其暗含的道德风险却会在未来加重危机，理想的情况是通过“别无选择原则”而非互相抵制来推动一体化进程。

红欧洲债券与蓝欧洲债券

在众多欧洲债券提案中，“红欧洲债券”和“蓝欧洲债券”提案由布勒哲尔国际经济研究所提出[注]。蓝色暗示紧跟在“债务共担”（debt mutualization）之后的安全性，而红色则暗示着风险。蓝债券将覆盖一国至多占GDP的60%的债务，更重要的是，它还将附有“若干连带责任”。也就是说，如果一个国家违约了，其他国家必须予以救助，并承担其债务差额。而红债券则不包含这种连带责任。蓝债券以所有欧元区国家的政府信用作为担保，因此利率非常低，这为外围国家节约了

一大笔成本。由于任何超额的欧元债务（一旦债务超过GDP的60%，即蓝欧洲债券额度用尽）必须按红欧洲债券的高利率支付，因此有人认为这个提案同时也为防止陷入过度财政负债提供了适当的激励。但是，尽管这个激励方向是正确的，其作用却是有限的。为了验证这一点，假设一个国家决定将政府债务水平从60%提升到61%。在没有红、蓝欧洲债券的情况下，该国不得不为所有61%的债务支付更高的利率。而有了红、蓝欧洲债券，这个国家就只需为超出60%限额的额外1%的债务支付更高利率。如此，不增加负债的边际激励是存在的，但效果却比不存在红、蓝欧洲债券的情况差很多。

偿债基金

德国经济专家委员会，一个经常被称作“五位智者”的独立机构，提出了另一个欧洲债券的设计思路，即“偿债协议”（redemption pact）[注]。与政府债务的前60%享有连带责任不同，该方案中所有超过60%的债务也能享有债务共担的好处。也就是说，那些债台高筑的国家将是这个提案的最大受益者，而低负债危机国家的收益则相当有限。偿债协议的一个重要组成部分是，国家必须在25年内将其政府债务水平降低至GDP的60%。随着时间推移，债务共担会降低利率负担，减少债务总额。尽管如此，该计划也意味着欧元区大部分国家将度过25年的财政紧缩期。这个偿债基金计划的最大挑战，是如何处置那些在这漫长的减债期间违反规则的国家。在明知事态将恶化的情况下，欧盟当局是否依然会强硬地驱逐违规的国家？还是更有可能会做出新的让步？一旦认识到这一点，债务国就不会为遵守这些共同规则做出更多的努力。因此，这个提案仍面临着严峻的时间不一致性问题。

欧元国库券

欧元国库券的概念是由克里斯蒂安·黑尔维希（Christian Hellwig）和托马斯·菲利蓬（Thomas Philippon）提出来的。欧元国库券是一种传统的具有连带责任的欧洲债券，但期限一般不超过一年[注]。许多欧

洲债券的支持者都将欧洲国库券视为未来几年发行传统欧洲债券的切入点。

欧盟委员会的稳定债券

2011年11月，欧盟委员会在其发布的欧洲稳定债券提案中涉及连带责任[注]。委员会主席若泽·曼努埃尔·巴罗佐引用了丰富的学术讨论成果，有力地论证了“由于高收益率的成员国”可以从“低收益率成员国”的良好信誉中获得好处，因此稳定债券可以快速缓和当前的主权债务危机[注]。因此，低收益率成员国不免担心这个提案将增加他们的借款成本。于是，德国、荷兰和芬兰立刻表示拒绝。默克尔第一时间发表声明，指出委员会的这个提案“非常不适当”并且“令人烦扰”，认为这个提案将会使克服货币联盟“结构性缺陷”的难度加大。巴罗佐相当漫不经心地否定了德国的回应，认为这只是时机问题，并表示引领大家走出这场混乱正是委员会的任务：“关键是，如果委员会都做不到，还有谁能做到呢？”[注]

欧洲安全债券

早些时候，欧洲经济集团（Euronomics group）提出了完全不同的提案，其中不涉及任何形式的连带责任[注]。“欧洲安全债券”（ESBies）就是让私人或公共机构购买欧洲政府债务组合（上限为GDP的60%），然后发行优先级和次级欧洲债券（senior and junior European bonds）。当一个欧元区成员国对其公共债务违约时，次级债券就会吸收冲击，即由次级债券持有者承担风险，而优先级债券持有者将受到次级债券持有者的保护。这个提案的主要目的，就是明确解决市场低效率的问题。随着危机越来越严峻，核心国家的利率逐渐被压低，“避险心理”导致外围国家利率高涨。而欧洲安全债券的提案却能使跨境避险变为从次级欧洲债券向欧洲安全债券的避险。第十一章将更加详细地讨论这一提案。

奥朗德的复兴尝试

2012年5月，弗朗索瓦·奥朗德就任法国总统后，发行欧洲债券也是他关注的重点。2012年6月27日，他以总统身份参加首次峰会时，提出了自己的“增长愿景”，却遭到默克尔的坚决反对。默克尔在几天之前刚刚说过，欧洲债券绝对不会在她的“有生之年”被创造出来。[注]就像她告诉德国议会的那样，“且不论欧洲债券、欧元国库券、债务赎回制度等类似形式的金融工具与德国宪法不相容，我认为这些工具是错误的，并且无法达到预期目标”。[注]在接下来的一年中，奥朗德不断提及欧洲债券，虽然他知道，在这个问题上，默克尔永远不会，也不能退让。

欧洲稳定机制与量化宽松：走后门的欧洲债券

在某种意义上，欧洲稳定机制发行的债券可以被视为欧元区所有成员国的欧洲债券。同样的，欧洲央行在2015年1月开始实行量化宽松政策，而在此之前，一些德国经济观察家们就抱怨说，欧洲央行的干预将为欧洲债券打开一扇后门。欧洲央行并不想承担财政决策，因此在一开始就将连带损失的分担比例限制为20%。本书第十五章将指出，在可能发生的损失中，最大份额将不得不由相关国家的中央银行来吸收。

政策建议

个人债务的最大好处就是避免了道德风险，这是全书强调的观点。然而，在极端不利的情况下，过度强调个人债务是没用的，在这种情况下，应该奉行团结一致的原则。因此，欧洲各国需要进一步讨论，自己愿意在多大程度上为成员国承担“尾部风险”。它们需要找到一个大家都能接受的捷径，就此达成一致，并清晰明确地表达，以及在未来危机爆发时付诸实施。在极端危机情形下，公共债务必须处于

某种共同控制之下，这在某种程度上反映为欧元区开始迈向更可信地施加财政纪律。这种联系同样可以应用于关于失业保险的讨论，其限制条件和统一管理都是保持良好信誉的关键。

但是，关于国家尾部风险的欧洲债务的讨论，仅限于政府通过债务再筹资的情形：要么偿债，要么违约。原则上我们有可能超越债务工具的内在局限转而采用更类似于政府股本的工具——“GDP债券”（GDP Bonds）。其基本思路很简单：当GDP与某些标准相比表现较差时，“GDP挂钩债券”（GDP-Linked Bonds）无须支付任何收益；当经济繁荣时，则将支付高额回报。这样就实现了顺周期回报，且确保了借方和贷方有相同的激励。而这种安排的真正问题是一个统计学问题：为什么债权人要相信国民账户？在欧元区这样的环境中，外部审计，即由一些欧元区层面的机构（例如“欧盟统计局”）进行的审计，或许可以解决这一问题。

有序地重组政府债务并且仅偿还部分负债，这种能力也可以被视为一种保险机制。当一个国家遭受负面的不对称冲击时，政府便可以通过违约来减轻债务负担。当然，债务重组应当只发生在“极端尾部事件”中。重要的是，即使在这种极端情况下，重组也需要遵循明确的规则，以减少对经济的干扰。在一个多国货币联盟中，还要求有一定的安全资产，比如欧洲安全债券和防火墙，它们只能在无力偿债的情况下使用，以避免危机向其他国家蔓延。这就要求我们区分无力偿债和流动性不足，下一章将对此进行详细讨论。

---

1. Johann Wolfgang Goethe，Zahme Xenien 9，Bürgerpflicht，“Ein jeder kehre vor seiner Tür，und rein ist jedes Stadtquartier.”

2. Peter Kenen，“The Theory of Optimum Currency Areas：An Eclectic View，” in Monetary Problems of the International Economy，edited by Robert Mundell and Alexander Swoboda （Chicago：University of Chicago Press，1969）.

3. See Paul Krugman，“Florida versus Spain，” New York Times，June 2，2012.Last accessed January 4，2016，from http：//krugman.blogs.nytimes.com/2012/06/02/florida-

versus-spain.

4. 一些发展中国家，诸如印度等，都组成了一个跨经济体的货币联盟，同样不受国界线限制。小城市的相关消费篮子与大城市存在很大的不同。

5. French Finance Ministry，“An Unemployment Insurance Scheme for the Euro Area，” Trésor-Economics 132 （June 2014）； Italian Ministry of Economics and Finance，“European Unemployment Insurance Scheme”（October 2015）.

6. James Politi，“Italy Pushes for Euro Area Jobless Insurance Scheme，” Financial Times，October 3，2015.Last accessed January 12，2016，from http：//www.ft.com/intl/cms/s/0/f96fa2e8-6b63-11e5-8171-ba1968cf791a.html# axzz3x47DDAYM.

7. László Andor （European Commissioner for Employment，Social Affairs and Inclusion），“Basic European Unemployment Insurance：Countering Divergences within the Economic and Monetary Union，” speech at Vienna University of Economics and Business，September 29，2014，http：//europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-14-635_en.htm；Henrik Enderlein，Jann Spiess，and Lucas Guttenberg，“Blueprint for a Cyclical Shock Insurance in the Euro Area，” Notre Europe Studies and Reports，September 17，2013，http：//www.delorsinstitute.eu/011-16659-Blueprint-for-a-Cyclical-Shock-Insurance-in-the-euro-area.html.

8. Sebastien Dullien，（European Council on Foreign Relations blog），October 13，2013，http：//www.ecfr.eu/blog/entry/what_happened_to_the_idea_of_a_european_unemployment_insurance.

9. Robert Mundell，“A Theory of Optimum Currency Areas，” American Economic Review 51 （1961）：657-65.Robert Mundell，“Uncommon Arguments for Common Currencies，” in The Economics of Common Currencies，edited by Harry Johnson and Alexander Swoboda （Cambridge，MA：Harvard University Press，1973）.

10. See Steven Davis and John Haltiwanger，“Labor Market Fluidity and Economic Performance，” NBER Working Paper No.20479 （September 2014）；Economic Report of the President （February 2015），134-41.Last accessed January 4，2016，from http：//www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/cea_2015_erp.pdf.

11. 关于内源性风险动力与波动率悖论的详细描述参见Markus Brunnermeier and Yuliy Sannikov，“A Macroeconomic Model with a Financial Sector，” American Economic Review，104（2）（2014）：379-421。

12. See for instance Emmaneul Farhi and Iván Werning，“Fiscal Unions”（March 2013）.Last accessed January 4，2016，from http：//scholar.harvard.edu/files/farhi/files/fiscal-unions_july_2014_0.pdf？m=1410354615.

13. Robert I.McKinnon，“Optimum Currency Areas.” American Economic Review，53（4）（1963）：717-724.

14. Defined as GDP per person employed.

15. Enrico Marro，“La corsa contro il tempo per investire i dodici miliardi stanziati dall’Europa，” Corsiera della Sera，August 3，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//www.corriere.it/economia/15_agosto_03/corsa-contro-tempo-investire-dodici-miliardi-stanziati-dall-europa-0beefc18-39a3-11e5-b49b-ae37d5ff3efe.shtml？refresh_ce-cp.

16. Daniel Gros，“The Fate of Greece in a ‘Genuine Economic and Monetary Union’：Lessons from a Small Island State，” CEPS Policy Brief，2015.

17. Enrico Marro，“Bismarck und seine Griechen，” Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung（March 2015）.Harold James，Monetary and Fiscal Unification in Nineteenth Century Germany：What Can Kohl Learn from Bismarck？，Essays in International Finance No.202，Princeton University，1997.

18. Jacob von Weizsäcker and Jacques Delpla，“Eurobonds：The Blue Bond Concept and Its Implications，” Bruegel，March 21，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/509-eurobonds-the-blue-bond-concept-and-its-implications and http：//www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201103/20110321ATT15948/20110321ATT 15948 EN.pdf.

19. “Der Europäische Schuldentilgungspakt—Fragen und Antworten，” Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/publikationen/arbeitspapier_01_2012.pdf.

20. Thomas Phillipon and Christian Hellwig，“Eurobills，Not Euro Bonds，” Vox，December 2，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds.

21. “European Commission Green Paper on the Feasibility of Introducing Stability Bonds，” European Commission MEMO/11/820，November 23，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-820_en.htm.

22. 同上。

23. Alex Barker，“Barroso Warns Fate of the Euro at Stake，” Financial Times，November 23，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.ft.com/intl/cms/s/0/c7323b36-15dd-11e1-a691-00144feabdc0.html#axzz3vBTXBpxK.

24. For details，see www.euro-nomics.com，or Brunnermeier et al.，“ESBies：A Realistic Reform of Europe’s Financial Architecture，” VoxEU，October 25，2011，

http：//voxeu.org/article/esbies-realistic-reform-europes-financial-architecture.One coauthor，Markus Brunnermeier，is a member of the Euro-nomics group.

25. “Merkel zur Schuldenpolitik：'Keine Euro-Bonds，solange ich lebe，'” Spiegel Online，June 26，2012.Last accessed January 4，2016，from http：//www.spiegel.de/politik/ausland/kanzlerin-merkel-schliesst-euro-bonds-aus-a-841115.html.

26. Tony Cross，“Hollande-Merkel Fail to Agree on Eurobonds Ahead of Euro-summit，” RFI English，June 28，2012.Last accessed January 4，2016，from http：//www.english.rfi.fr/economy/20120628-hollande-merkel-fail-agree-eurobonds-ahead-euro-summit.

第七章　清偿能力与流动性

在欧元危机早期，《马斯特里赫特条约》中的“不救助条款”得到了严格执行，因此任何国家都不得接受救助资金。法国和其他外围国家都将国家的资金短缺视为纯粹的流动性问题，与清偿能力毫不相干。相反，德国却认为资金短缺是因为早期财政超支或者银行业问题而导致无力偿债的信号。

德国的经济哲学和法国的传统观念或许在原则上是一致的，认为干预的目的只能解决流动性问题，而出现清偿危机时则不应予以救助。然而事实上，德法的观点之间存在很大分歧。当存在怀疑时，德国人通常将任何问题都视为清偿问题，而法国人则往往视为流动性问题。从法国的角度来看，提供流动性并不算一种救助，他们认为，干预并没有违反“不救助条款”。

法国的政策制定者将高利率视为无谓地消耗资源，会使暂时的流动性问题转变为永久性的清偿能力问题。对德国的许多决策者而言，高利率却是说服政客们采取能够促进增长但不受欢迎的结构性改革的“必要之恶”。在缺少强制性规则时，通过高利率实施的市场纪律就是加强决策者改革决心的唯一动力。西尔维奥·贝卢斯科尼（意大利总理，2011年11月卸任）就是这种行为的一个例子。只有持续的高利率威胁才能确保政府齐心协力推动结构性改革。当欧洲央行在2011年8月5日突然降低利率时，贝卢斯科尼立刻违背了之前的承诺，中断结构性改革，一切恢复如常。

德法分歧还表现在，对“欧洲央行是否应该进行干预以及干预程度”这个问题的看法上存在差异。只要是单纯的流动性问题，并且不需要动用任何财政资源，那么欧洲央行作为货币当局就应该提供必要的

资金。反之，在资不抵债的情况下，已经造成的损失必须被分担。任何救助计划都涉及财政资源，都会对预算造成影响。因此，这已经逾越了中央银行的职权范围。欧洲央行现任行长马里奥·德拉吉通过放松底线挽救了欧元。

本章探讨以下问题：

●在概念层面上，资不抵债和流动性不足有何区别？金融市场不完全在其中扮演什么角色？

●为什么马里奥·德拉吉“不惜一切代价”的演讲会产生如此大的影响？

●高利率是否将流动性问题转化为清偿能力问题？或高利率是否为决策者推行必要的财政改革提供了适当激励？

●推迟资不抵债国家的债务重组需要付出多大的代价？如果一个国家不能确定自己面对的究竟是清偿能力问题还是流动性问题，应该怎么办？

●政府在处理流动性和清偿能力问题时应该使用哪些政策工具？是否还需要使用财政政策或者货币政策？具体而言，如果不能确定根本问题是关于流动性还是清偿能力，该怎么做？

不平衡的积累和“裸泳者”

21世纪头10年，欧元区几个外围国家都实现了高增长，远远超过了欧元区的平均水平。对这种超过平均水平增长的首选解释就是“趋同理论”。人均GDP较低的外围国家正在逐渐赶上人均GDP较高的核心国家。

另外一种解释是，外围国家的GDP增长只是依靠低廉的信贷，而这种增长模式是难以持续的。比如，危机前希腊过度的公共支出人为地提高了该国GDP。2010年，希腊年度财政赤字已经高达GDP的15.7%，使公共债务存量占到GDP的129.7%。在西班牙，廉价的信贷促进了低生产率行业的扩张，尤其是建筑业，这为GDP带来了暂时性的加速增长，却掩盖了实际已经停滞不前的生产率。成本低廉的资金使效率不断降低，改革受阻，资本和劳动力都被错配到低生产率行业。

欧元危机暴露了上述诸多问题。西班牙的博客网站www.nadaesgratis.es引用了沃伦·巴菲特的比喻——“裸泳者”。只有当潮水退去，水平面降低时，才知道谁在裸泳。类似的，危机发生前的GDP数字因廉价融资成本被人为抬高，产生了一个“负产出缺口”。也就是说，实际测得的GDP超过了潜在的可持续产出。随即，这些数字的不可持续性在危机中暴露了出来。

无论人们是同意“趋同理论”还是同意“不可持续的信贷繁荣理论”，事实上，一个不利冲击导致发展进程偏离了预期的轨道，于是就产生了两个问题：（1）能否在不进行债务重组的前提下，顺利地向可持续增长的新道路平稳过渡？如果有，那么（2）金融市场是否会允许政府采取这样的途径？或者说，金融市场会不会突然冻结并切断资金供给？关键点是，第一个问题在于清偿能力，而第二个问题在于流动性。

清偿能力

如果对某个国家提供（救助）资金的每1欧元收益少于投入这1欧元的成本，则可认为该国的清偿能力出现问题。当未来税收的现值抵不上支出时，额外提供的欧元将（部分）被用于偿还当前债权人而非

填补暂时的资金缺口。若不对现存债务违约，则只能靠增加税收、削减开支，或者推动增长的结构性改革才能使该国重获清偿能力。对债务违约也可以让一个国家免于偿债义务并恢复清偿能力。过高的债务水平会导致债务积压，在这种情况下，即使投资有利可图，新的投资者也不愿意提供额外的资金。因为他们知道，一旦投资项目获得成功，绝大部分收益将归现有债券持有人。

早在2010年夏天，许多德国观察家就把希腊的公共财政危机视为资不抵债问题，要求其重组债务。他们指责欧洲决策制定者执行了一项在国内被称作“破产结转”（Konkursverschleppung）的条款，这是一种非法的延迟破产申请。要知道真正的债务重组仅在2010年10月由默克尔和萨科齐在多维尔达成一致，在2012年2月才最终开始实施（见图7.1）。

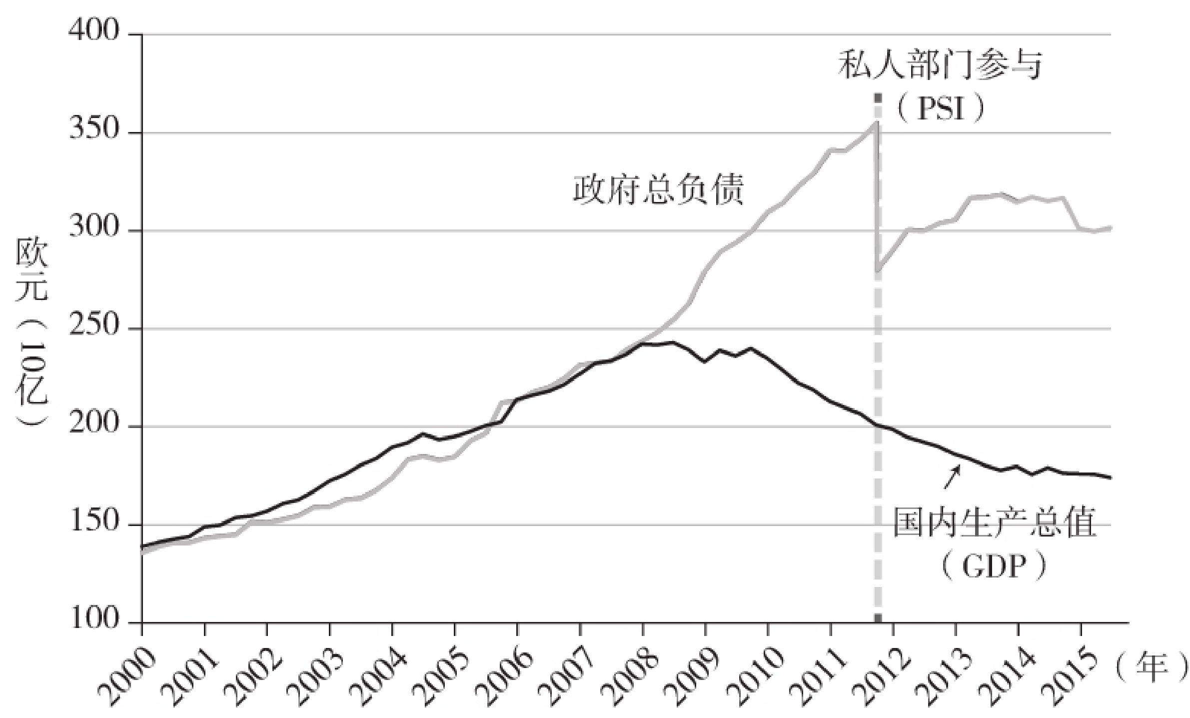


图7.1　希腊名义政府负债和GDP水平

资料来源：欧洲统计局。

向市场大量注入流动性并用公共资金取代业已枯竭的过剩资金，就能解决在信贷繁荣时期积累起来的“结构性供给侧问题”，对此，德国的“清偿主义者”深表怀疑。他们提倡结构性改革，并在可能的情况下尽早实施债务重组，尽管他们知道违约可能会损害政府信用，并抬高未来的融资成本。

流动性

如果一个国家可以获得足够的资金来满足当前的全部需要，那么这个国家就拥有足够的流动性。即使在一个国家尚具有清偿能力时，也可能遭遇流动性问题。“金融摩擦”也可能阻碍一个具有清偿能力的国家获得必需的资金。比如，一个具有清偿能力的国家可能因为金融市场冻结而无法渡过暂时性的冲击。

金融摩擦既可能出现在借方，也可能出现在贷方。举个例子，政府可能无法保证未来的财政盈余。如第五章所述，由于“时间不一致性问题”，政府无法对债务的偿还做出可信承诺。由于税收收入流是长期的，而短期债务却会在短时间内到期而需要定期展期，于是政府面临期限错配的问题[注]。借债所带来的杠杆效应还会集中和放大债务风险。

流动性问题会使一个国家无法筹集额外的欧元，即便它能够以同样的单位成本创造更多的价值。比如，一个小冲击可能会通过不利的“反馈回路”放大成巨大损失，而在及早抵消这种放大效应是划算的。换句话说，乘数效应将原本微小的触发事件放大了。

如果“救助乘数”为正且大于1，那么筹集额外的资金就是值得的。换言之，这个国家正面临流动性问题。反之，当绝大部分额外资金都被用于偿还现有债权人而非用于增加未来现金流时，乘数将小于1，这时国家就面临清偿能力问题。救助乘数甚至可能是负数，因为救助举

动可能以一种有害的方式扭曲市场参与者和政客的行为，经济学家把这种现象称为道德风险。

“多重均衡”，即自我实现的预言，可被视为一种极端的放大形式。即便在没有根本触发机制的情况下，放大机制也能够将微小的触发事件转化为巨大的“错位”，多重均衡则可直接导致巨大错位。很简单，恐慌本身就可以触发糟糕的结果。更确切地说，在经济基本面不变的情况下，存在两种可能的结果（均衡）：好的结果和坏的结果[注]。如果投资人相信政府会偿还债务，他们就会提出诱人的再融资条件。有了这样的低利率条件，政府会发现履约才是最优选择。但是在另一种结果中，投资者预期政府将违约并因此索取高利率。而在如此高的利率下，违约就可能成了最优选择。反过来，这也在事后证明了事前高利率的合理性，这样就产生了第二种均衡。政府对债务的“违约”可能就发生在第二种均衡中，尤其是当政府债务期限非常短时。多重均衡难题事实上是最传统、最纯粹的流动性问题。在这种情况下，乘数无限大，因为人们不需要投入任何资金来避免不利结果，唯一需要做的就是扭转人们的信念。

重要的是，如果一个国家的中央银行可以自主印发货币，这样的流动性枯竭风险就可以被消除。市场参与者知道，一旦这样的风险将要发生，央行可以简单地通过印钞来支付短期债务，这样投资者们一开始就不会撤资。等冲击过去之后，央行就必须确保缩减相应规模的流动性操作，防止造成通货膨胀。但从根本上讲，央行实际上在不造成通胀的条件下实现了“良性均衡”。

然而，如果政府债务是以外币计价的，这个国家便无法以上述方式来抵御流动性危机。政府债务将面临流动性风险，利率则会包含流动性风险溢价。肩负欧元债务的国家，会像承担外币计价债务的国家那样行事。也就是说，欧元区的国家，就像波多黎各或者美国各州等附属主权国家或地区一样，都面临着流动性枯竭风险。经济学教授查

尔斯·戈德哈特把欧元区的政府债务称作“附属主权债务”（subsidiary sovereign debt）注。比较分析西班牙和英国的十年期公债利率便可印证这一观点。观察家们指出，这两个国家清偿能力类似，但主要不同在于，英国政府能够可靠地解决短暂的流动性短缺问题，因此不需要支付流动性风险溢价，而西班牙并非如此（见图7.2）。

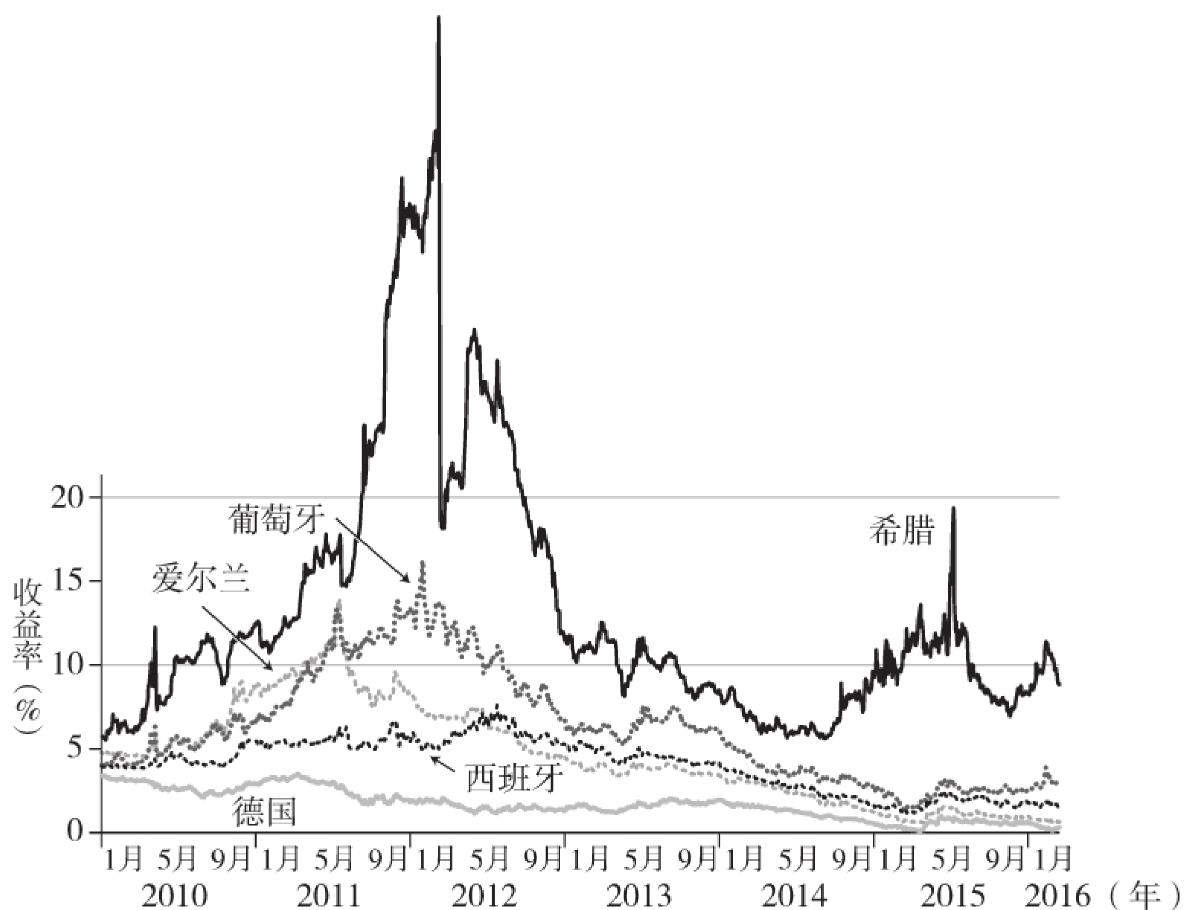


图7.2　十年期公债利率

资料来源：Bloomberg

不仅每个欧元区成员国都面临流动性风险，“传染风险”还使这种流动性枯竭在国家之间传递。一个国家因流动性枯竭突然跌入坏均衡，这或许会向市场参与者释放别国债务也会违约的信号。这会引起多米诺骨牌效应，并同时抬升若干外围国家的利率。正如引言中所

说，默克尔和萨科齐达成的关于对私人持有希腊债务进行重组的多维尔协议，不仅导致希腊债券利率升高，还提高了外围国家的利率。

德拉吉的伦敦演讲——“不惜一切代价”

2012年6月布鲁塞尔峰会召开，在峰会结果的鼓舞下（本次会议组建了欧洲银行业联盟并告诉市场“欧洲仍然采取行动”），马里奥·德拉吉于2012年7月26日在伦敦发表了决定性的演讲。在此前的一次非公开会晤中，德拉吉告诉欧洲理事会主席赫尔曼·范龙佩，布鲁塞尔峰会将明确宣告，在必要时，欧洲仍能行动起来，更重要的是，德国不会让欧元贬值。同时，德拉吉从他本人的金融从业经历以及一般市场信息中了解到，银行已在积累越来越大的对冲头寸以应对欧元的崩溃。因此，他意识到有一个这样的战略机遇：一旦投机势头扭转，银行将被迫调整这些头寸来控制他们的损失，如此一来欧元就将是安全的。

在这样的背景下，2012年7月26日，他在伦敦的演讲中，说出了那句著名的话：“根据我们的使命，欧洲央行将不惜一切代价来保护欧元，相信我，这已经足够了。”[注]这次著名的演讲导致后来所有欧洲外围国家的利率下跌。而真正的计划项目——“直接货币交易”直到9月才公开实施。中央银行未花一分一厘，就使利率普遍下降，很多法国和英国经济学家认为这是支持多重均衡理论的证据。德国经济学家反驳说，利率下降并不奇怪，因为欧洲央行实际上对政府债券的持有者给予了无偿的或有担保。如果利率上升，欧洲央行将干预并购买政府债券。当利率只能下降时，市场参与者认为他们可以信赖欧洲央行，重新定位目标，从而使利率下降。

德拉吉的演讲缘何如此有效

市场信念的扭转看起来匪夷所思，为什么一场演讲竟能带来如此大的改变？早前默克尔等人都在演讲中宣称已经尽力把能做的都做

了，说欧洲将与欧元共进退，却并未对市场造成太大的影响。

理由至少有三个。第一，市场意识到德国在背后的支持。默克尔和朔伊布勒暗中支持欧洲央行的行动，甚至令某些德国央行官员都失望地发现自己处于守势。德拉吉则表现出对政治权术的灵活掌握。通过伦敦演讲，他尽可能多地传递了信息却又不至于过了头。默克尔和朔伊布勒则起到支持而非限制他的作用。6月份召开的布鲁塞尔峰会提前释放了信号，表明欧洲有能力采取行动。

第二，德拉吉的市场情报帮助他准确地预计到金融市场参与者将如何反应。2012年春天，很多金融机构开始对一些国家意图脱离欧元区的风险进行对冲。由于购买保护工具的增多，潜在解体事件发生的可能性增加，这些套保工具也愈发昂贵。事实上，德拉吉已多次受到市场参与者的发问，他们应如何重新签订信用违约掉期以防欧元崩溃。他也知道，一旦市场势头开始逆转，已购买这种保护工具的机构就将遭受损失并被迫改变他们的市场行为。作为欧洲央行行长，德拉吉的权力足以暂时稳定局势，同时也使这些套保头寸遭受巨额的暂时亏损。局势如期发生了扭转。

第三，由于德拉吉的演讲用语模糊，反对者（尤其是德国的怀疑论者）很难抨击。模棱两可往往是政策工具的关键所在，尤其是对央行而言。德拉吉没有详述他将如何实现保卫欧元的目标，或将采取哪些工具和措施。一旦欧洲央行公布细节，这些措施就会面临法律挑战。

直接货币交易和德国宪法法院

于是，直到2012年9月初，被称为直接货币交易的官方计划才得以宣布。如果一国加入这个计划，就应履行直接货币交易的承诺，包括在二级市场购买政府债券。申请启用欧洲金融稳定基金或欧洲稳定机

制需满足严格、有效的条件：完整的宏观经济调整计划或预防性计划（即加强型有条件信贷额度，Enhanced Conditions Credit Line），类似于国际货币基金组织的有条件信贷额度。9月的声明还明确表示，若有可能，这些计划将与国际货币基金组织协同展开。批评家们开玩笑地道，就像伏尔泰说的那样，神圣罗马帝国既不神圣也不罗马，更非帝国[注]。直接货币交易计划的交易并不直接，因为它们通过欧洲金融稳定基金或欧洲稳定机制间接发挥作用；也不是货币，因为它本质上是财政计划；更非交易，因为根本没有实际交易发生。

从流动性不足到资不抵债

德拉吉的演讲如此重要，是因为即便在一个基本面完全健康的经济体中，流动性不足的问题也很容易变成资不抵债的问题。一旦政府开始支付更高的利率，偿债成本就将消耗资源，私营部门的利率也会以更高的按揭利率和贷款利率的形式上升。结果是，投资者的担忧导致经济恶化，税收收入也会随之下降。

有一种理论观点认为，即使财政上有能力清偿的国家也会成为债务违约的受害者。这一观点与诸多政策制定者曾在公开场合表达的担忧相呼应。非欧元区国家（尤其是美国）担心这种传染会蔓延，波及主要的外围经济体，即西班牙和意大利。在七国集团和二十国集团峰会上，他们公开且愈发响亮地建议欧元区必须制定“超级火箭炮”政策。仅仅知道巨型火箭炮的存在，就足以安抚投资者。

孤注一掷：违约

判断根本问题究竟是流动性问题还是清偿能力问题是很困难的。如果无视流动性问题，不提供额外资金，问题就可能恶化为清偿能力问题。如果遇到清偿问题而久拖不决，积压的债务问题就会带来更高

昂的代价，纳税人的负担会更重。更糟糕的是，拖延会改变对未来的预期，为下一次危机留下隐患。

不同补救措施的运作机制各有不同。比如，直接违约与通胀造成的“准违约”的作用方式是不同的。直接违约在某种程度上类似于孤注一掷：政府只能前进不能回头。如果之后发现潜在的冲击原本只是一个暂时的流动性冲击，那么代价将尤其巨大。相反，通胀造成的准违约可以在事后微调。随着货币放宽，通胀压力会逐渐累积。然而，如果潜在冲击是纯粹的流动性冲击，通胀可能根本就不会发生。

这两种违约形式存在两方面的差异。首先，直接违约有严格的债务终止日期。这意味着到期的债务在重组之前要全额偿还，而剩余期限更长的债务则会遭受估值折扣。相反，通胀是逐渐上涨的，各类期限结构的债券持有者都将蒙受损失。其次，通胀的准违约具有再分配效应，而直接违约则超出当前债券持有者的承受能力。当政府直接违约时，政府债券的持有者将受到最大的冲击。此外，如果债券的很大一部分是由（资本不足的）银行持有，也许还会造成更深远的“二阶效应”，违约影响很可能会延伸到债务持有者之外。相反，通胀的部分违约将给所有名义债权人带来损失，而那些债务人或持有大量实际索赔权的人才是真正的大赢家。在这个存在金融摩擦的世界上，财富再分配效应影响颇为深远。

主权债务重组和破产机制

由债务重组进程引发的直接违约会触发一系列成本问题。其中最重要的是“要挟问题”（hold-up problem），即一小群投资者拖延了重组进程。国家可以依据国内法、伦敦或者纽约的法律来发行债务。伦敦法尤其是纽约法，都比国内法更为严格。在国际法庭上，债权人比在国内法庭享有更好的法定追索权。依据国际法发行债务的最大好处

是它作为不违约的事前承诺（因为违约代价升高），其利率会较低。但另一方面，一旦违约发生，这些额外的开支都会产生不利影响。最近的例子是阿根廷，一小部分投资者（秃鹫基金[注]，vulture funds）拒绝债务重组的提议，阻止阿根廷使用美国的支付系统。秃鹫基金由此制造了一个严重的“要挟问题”，危及整个重组进程并对阿根廷经济带来更大的打击。另一个重要的事后成本是“传染效应”。一国的债务重组给其他国家带来负面溢出效应，使后者的再融资成本上升。

这些成本实际上是一种不利的事后措施，因为他们在危机来临时限制了政策反应的灵活性。但是，从事前角度来看，事后重组的成本使长期承诺更为可信，因为这些成本使国家承诺不再违约，从而也降低了事前利率。这又回到第五章所讨论的时间不一致性问题。有趣的是，事后的“要挟”成本之高昂甚至会影响事前利率。比如，要求绝大多数债券持有者阻止债务重组的“集体行动条款”（collective action clauses，CAC），不仅降低了事后“要挟”的成本，还降低了政府必须为其债务所支付的事前利率[注]。

解决这些问题的普适性措施便是合理、有序、可靠的重组机制。在这一机制下，若经济基本面并不构成违约的必要条件，那么债务重组就会产生高额成本；但如果债务确实无法承受，那么重组就须限制在较少成本之内。特别是，这种机制将有效地解决流动性枯竭问题：如果这一机制是可靠的，那么纯粹的流动性枯竭几乎不会发生。最终，当这种最优机制与有效的防火墙相结合时，同样也能解决传染问题。

财政刺激：欧洲金融稳定基金及欧洲稳定机制持续扩大的规模和范围

说起干预，则将出现一个额外的问题：财政或货币当局，即政府或欧洲央行，是否应该干预。关于该问题的争论是欧元危机的一个重要部分。如果一国面临纯粹的暂时性流动性问题，那么央行就能处理。但是，一旦涉及信用风险，干预就变成财政问题，应该由政府财政来解决。在德国人看来，让欧洲央行承担任何信用风险都会危害其独立性，并最终危及其稳定物价的能力。此外，错误的救助还会带来道德风险。与德国政策制定者相反，法国政策制定者并不过于强调财政和货币救助方案之间的差别。

法国和外围国家采用了一种双重办法。其中一些涉及使用财政工具来提供流动性支持，这种财政工具运用了新建立的欧洲财政融资工具——临时的欧洲金融稳定基金以及随后建立的永久性的欧洲稳定机制。其余创造性的方案通常都涉及“货币融资”。

德国的清偿能力观点与法国的流动性观点一直难以调和，特别是在2010年秋季多维尔会谈后意大利和西班牙的债务利率开始上升之时。对有些人来说，西班牙、意大利两国主权债的高利差，是由于财政调整不足（或银行债务的公开头寸过高）造成国家信用危机（清偿危机）。其他人则将高利率归因于这些国家无力再印发本国钞票，导致流动性问题：政府债券的投资者不受保护，仍面临债务展期风险。

随着债务市场形势继续恶化，2011年，关于外围国家的政府究竟面临的是流动性危机还是清偿能力危机的争论慢慢出现。这同样也是德法应对方案的分歧明朗化的时刻。在欧元区其他成员的追随下和非欧元区国家的鼓励下，法国开始奋力争取扩大欧洲金融稳定基金和欧洲稳定机制的使用范围，来为处于偿债压力之下的国家提供流动性支持。它们的使用条件一直很苛刻，并且必须同时满足欧盟与国际货币基金组织的要求才能生效，而且数量受到限制。贷款将有着极高的（惩罚）利率，而且须经过欧元区全体成员国的一致通过才能发放。

但是，欧洲金融稳定基金和欧洲稳定机制本身并不是为流动性支持而设计的工具，其规模有限，难以承担像西班牙这样的大国所受到的强烈冲击，也无法快速启动。决策进程的一致通过原则也使作为危机管理工具的欧洲金融稳定基金难以快速而充分地发挥作用。欧洲金融稳定基金的规模随即成为一大焦点。早在2010年12月，欧洲央行就为欧洲金融稳定基金的扩张向各国政府施压。在核心国中，法国最迫切希望扩展欧洲金融稳定基金的规模和范围。2011年3月，芬兰在反对扩大欧洲金融稳定基金放贷能力的提议中表现显眼，因为它即将进行议会选举，所以必须专门为其制定抵押条款。

作为流动性工具的欧洲金融稳定基金

2011年7月21日在布鲁塞尔举行的欧洲理事会会议，是欧洲金融稳定基金转变为流动性工具的标志。像往常一样，此次峰会于2011年6月20日在柏林举办的德法双边会议中就已开始酝酿[注]。

欧洲金融稳定基金也可以被用作预防性工具。在欧洲央行的基础分析和参与成员的多方共同协商决策下，它也可以在二级市场上购买债务。其基金的受益政府可将收益用于银行资本重组。萨科齐总统曾谈到，它是“欧洲货币基金的开始”[注]。但是，其刺激欧洲投资的能力显然不能与“马歇尔计划”相提并论，它不具备许多美国和欧洲的批评家所期望的可以解决欧洲问题的大规模干预能力。在随后的几个月，布鲁塞尔一直在尝试增强该工具的影响力。

尽管此次峰会大大改变了危机管理框架，但它对市场的影响是非常短暂的，因为担保质量和程度这些技术问题削弱了其影响。首先，市场意识到，优先债券（欧洲金融稳定基金持有的债券比公众持有的债券优先级要高）意味着如果通过欧洲金融稳定基金购买债券，就可能使公众持有的其余债券级别降低。很快，外围国家的利率又开始上涨，德法分歧显著扩大，市场对一些欧元区银行的情绪明显恶化。

其次，更重要的一点是，作为发行债券的私人实体，欧洲金融稳定基金必须受到评级。在本质上，风险共担和各国责任有限的情况引发了潜在的恶性循环：当一名成员国需要欧洲金融稳定基金的援助时，有可能无法获得该基金的担保（国际货币基金组织也遭遇了一个相似的结构问题：其储备是以成员国各自货币计价的存款，所以在危机中，可用资金的供给会变少）。为了保护欧洲金融稳定基金的良好信誉，确保其Aaa的信用评级，评级机构要求欧洲金融稳定基金在系统中建立预防措施和缓冲机制，从而把欧洲金融稳定基金的放贷能力限定为2200亿—3300亿欧元。“超级火箭炮”（最开始宣传的规模为1万亿欧元）的正面影响很快消散了。眼下迫切需要一个更有力、更持久的机制。有关其具体形式的争论使德法关系愈加紧张。

2011年10月26日的峰会似乎接纳了一种灵活的计划以使援助基金的财力最大化，同时尽可能减少欧洲各国政府要求提供的资本量。该方案是建立在与外部（私人和公共）投资者联合融资原则的基础上，要求欧洲金融稳定基金承担首要损失部分。实际上，欧洲人是在借用“私人资产证券化”市场建立的基本原则：欧洲金融稳定基金为政府债券提供首要损失部分的保险，其占比应经过各方同意达成一致。

欧洲稳定机制：一个永久性工具

由于最初对《马斯特里赫特条约》“不救助条款”的解释十分严格，因此建立了欧洲金融稳定基金作为一个暂时性的融资工具。该计划在2013年被终止。相反，欧洲稳定机制是永久性的，其目的是接管原先欧洲金融稳定基金和欧洲金融稳定机制的职能。两者将并行一段时间以保持最大效力。欧洲金融稳定基金还将继续为葡萄牙、爱尔兰和希腊存续期内的协议提供资金支持。欧洲金融稳定基金和欧洲金融稳定机制的放贷能力共计高达7000亿欧元。吸取以往教训后，欧洲稳定机制中包含一个新的紧急决策程序，只要获得85%的投票，财政资助就能够通过。事实上，欧洲稳定机制在某种程度上类似于“欧洲货币

基金”，使用成员国的承诺来救助陷入困难的其他成员国。他们的不同点在于，其救助条款不是通过欧洲稳定机制本身，而是由欧盟委员会（或“三驾马车”）来实行的；另外，国际货币基金组织不在私人资本市场借贷。

欧洲稳定机制条约能否通过障碍重重。最大的障碍来自2011年10月，在关于批准欧洲稳定机制条约的议会投票时，斯洛伐克议会决定不对希腊提供援助，之后，斯洛伐克纳蒂克瓦（Iveta Radicova）的右翼政府随后倒台。四党联盟中的一个小党派将救助计划称为“通向社会主义之路”[注]。这件事的不公平之处显而易见，因为就受益国希腊的人均GDP数据来看，远比斯洛伐克要富有。

尽管障碍重重，欧洲稳定机制条约的最终版本还是在2012年2月2日由欧元区成员国共同签署[注]。根据时间表，欧洲稳定机制将于2012年9月开始运作。不同于欧洲金融稳定基金，欧洲稳定机制持有的债券并不享有比公众更高的级别（政策制定者们明白，如果没有这些平等权利的规定，欧洲稳定机制干预得越多，私人部门持有的债权就会变得越低级，在缩小信贷利差方面就可能毫无效果）。另外，如果欧洲稳定机制的资本在债务人违约之后减少，事先规定的杠杆率仍需保持，并且会自动限制放贷：新贷款将不再发放[注]。这些规定为债权人政府和评级机构确保了欧洲稳定机制的安全性。但对于潜在危机中的贷方而言，却是无效的。德国宪法法院拒绝了一些保守的德国经济学家和政客的反对意见，做出了接受欧洲稳定机制的裁决[注]。

然而，尽管有了这些财政措施，对外围国家主权利率的影响依然有限。

货币刺激

政府的“最后贷款人”

法国希望大幅扩张欧洲金融稳定基金和欧洲稳定机制，但频频受挫，于是开始转向欧洲央行作为流动性的最后保障（在非欧元区政府立场的鼓励下）。法国政府深知德国的反对态度，认为德国主要是出于法律和形式上的考虑，因此可以通过制度优化来满足其要求。毕竟，德国已经接受了通过银行的政府融资，而银行本身则依靠欧元系统提供的无限流动性来获得资金。在货币创造和货币冲击方面，德法并无太大分歧。此外，世界其他各国的央行也都在大量购买公债。

一旦危机的流动性方案获得认可，提出让欧洲央行采取更果断的行动并稳定公债市场的要求便只是时间问题了。在1873年白芝浩（Walter Bagehot）的著作《朗伯德街》（*Lombard Street*）中，央行的传统角色是只向仍具有清偿能力但缺乏流动性的银行提供最后救助，而央行作为政府最后贷款人的想法广受褒扬，白芝浩提出的央行传统角色得以延伸。市场分析师和一些政府官员立即接纳了这种思想，但绝大部分是秘而不宣的。只有英国是唯一例外，其政府大臣公开呼吁欧洲央行出面干预。

果不其然，这些想法遭到德国当局（德国政府与德国央行）的拒绝，理由是这与禁止货币融资的条款相矛盾。法国政府试图构建一种机制，使欧洲央行能以间接而无任何限制的方式提供融资。首先想到的是给予欧洲金融稳定基金和欧洲稳定机制银行牌照，使它们通过欧元系统对贷款再融资，从事实上大大提高这两个机制的效力。但这个提法未被德国接受。第二个可能是将国际货币基金组织的资源与欧洲金融稳定基金/欧洲稳定机制进行组合。但这需要花费很长时间才能增加资源，并且由于涉及国际货币基金组织，还有很强的政治敏锐性，尤其它需要经过美国国会的同意。

法国力推特别提款权

2011年下半年，法国在谈判桌上提出了一项额外提议：使用特别提款权（SDR）来为欧洲金融稳定基金扩展的担保部分提供资金。在

这个阶段，德法之间的争论与法国主持的二十国集团峰会开始变得密不可分。

法国提案所提倡的焦点是国际货币基金组织的特别提款权，这种工具最初在20世纪60年代全球固定汇率制度的大背景下提出，用于为国际货币体系提供更多流动性支持。实际上，特别提款权从未在国际货币体系中发挥重要作用。萨科齐及其顾问相信，特别提款权提议一定会受到中国领导层的欢迎，因为他们对当前美元在国际货币体系中的地位有所不满。

这场争论奇特转折的后果之一就是把德国央行放在了政治对话的核心。德国央行主席和德国财政部部长事实上决定着德国在这些问题上的态度。德国央行对提升特别提款权地位向来怀有敌意，这次也自然被这个使用特别提款权来缓解欧元区政府融资限制的想法所激怒。早在1994年，时任德国央行行长汉斯·蒂特迈尔（Hans Tietmeyer）就在马德里举行的国际货币基金组织年度会议上反对一项经过七国集团财政部部长一致通过的提案，使会议陷入危机。该提案正是为加大国际货币基金组织对发展中债务国的支持力度而发行特别提款权。同样，蒂特迈尔的继任者延斯·魏德曼也完全反对使用特别提款权救助欧洲政府，并得到德国政府的支持。

戛纳的二十国集团峰会本应该是法国作为二十国集团会议主办国的光辉成就。然而事实证明，欧洲无力排解内部分歧和困难，会议在一片混乱中结束。在美国国会的压力下，奥巴马极不情愿地支持增加国际货币基金组织的资金，而当时尚无迹象显示欧元区的问题正在得到解决。奥巴马承认自己已经上过“欧洲政治速成课”，并呼吁希腊和意大利议会采取果断行动控制其政府的赤字，与他所谓的“危机的某些心理根源”做斗争[注]。他还敦促欧元区向欧洲金融稳定基金投放资源。在美国和其他国家的共同压力下，默克尔提出反对并表示，战后

同盟国给予德国央行货币自治权，现在美国等国家就得接受和习惯德国的做法。这导致局势一度紧张。

量化宽松

2014年末，通胀预期突然降临欧洲（包括德国），德法之间的分歧再次凸显。欧洲央行当时正考虑从所有欧元区成员国大量收购政府债务。这得到法国的大力支持，而德国则坚决反对量化宽松。这一计划于2015年1月公开，本书第十五章将进一步讨论。

政策建议

清偿能力和流动性在实践中是很难分辨清楚的。当债务无法承受时，债务重组应该尽可能地减小对债务结构的破坏。这就需要为政府债务制定一套有效的债务重组和破产程序。

重要的是，在实施任何债务重组之前，都应建立强有力的防火墙来防止风险传染和溢出效应。多维尔会谈和2012年夏天首次出现希腊退欧迹象的经验表明，如果没有提前建立防火墙，溢出效应就可能损害整个货币联盟的凝聚力。相反，在2015年关于希腊意外退欧的讨论期间，防火墙——欧洲央行的量化宽松项目——已经建立，传染效应因此得到了控制。

当尚不清楚一个国家究竟是资不抵债还只是流动性不足时，债务重组可能会以延期的形式进行，也就是说，简单对已到期的所有债务进行延期。这为所有利益相关方争取了额外时间，同时消除流动性枯竭。

另一个重要的问题是，由谁来掌握政府违约的触发权。找到一种最优的主权债务重组机制并不容易，特别是在当时的欧元区。欧洲稳定机制只能在公共债务水平处于可承受范围内时，才会发放贷款。理

论上，欧洲稳定机制和国际货币基金组织一样坚持将债务重组作为提供流动性支持的前提。请记住，欧洲稳定机制只有在公共债务水平可持续时，才能发放贷款。当然，这样的干预极具争议。

---

1. 秃鹫基金（vulture funds）是指收购违约债券，通过恶意诉讼，谋求高额利润的基金。秃鹫基金通常喜欢购买陷于困境的公司债券，等公司无法偿付的时候，就开始打官司索取巨额赔偿。——译者注

2. See，with an application to the Euro discussion，Jean Pisani-Ferry，The Euro Crisis and Its Aftermath （New York：Oxford University Press，2014），102-3.

3. 为什么政府发行短期债务从而使他们自己暴露在展期风险中？因为长期债务融资成本高昂，这源于现存债务可能被新发债券所稀释。尤其是，新债券的持有者可以通过发行超短期的新债务来获得更高的优先级别。这种新债务的期限优先于大多数未偿还的债务。因为投资者知道那些长期债务可能会被这种流行趋势所稀释。“激烈的到期竞争”就会发生。Brunnermeier and Oehmke show that nobody wants to buy long-term bonds，ultimately making only short-term funding possible.Markus Brunnermeier and Martin Oehmke，“The Maturity Rat Race，” Journal of Finance 68 （2013）：483-521.

4. Charles Goodhart，“Global Macroeconomic and Financial Supervision：Where Next？” in Globalization in an Age of Crisis：Multilateral Economic Cooperation in the Twenty-first Century，edited by Robert C.Feenstra and Alan M.Taylor （Chicago：University of Chicago Press，2013），343-63.Available online.Last accessed January 4，2016，from http：//www.nber.org/chapters/c12599.pdf.

5. Speech by Mario Draghi，President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London，July 26，2012，available at 2012 https：//www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html.

6. David Marsh喜欢做此类比。

7. See Elena Carletti，Paolo Colla，Mitu Gulati，and Steven Ongena.（2016）“No Mere Walk on the Beach：Are Collective Action Clauses Introduced in European Sovereign Bonds Actually Priced？” Working Paper Bocconi University，http：//ssrn.com/abstract=2686879.

8. Council of the European Union，“Statement by the Heads of State or Government of the Euro Area and EU Institutions，” July 21，2011.Last accessed January 4，2016，from https：//www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/123978.pdf.

9. Tony Barber，“Has Europe Been Rescued？” Financial Times，July 22，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.ft.com/intl/cms/s/0/8b1caeee-b48d-11e0-a21d-00144feabdc0.html#axzz3Pwey00Q1.

10. “Tatra Tiger on the Ropes，” Economist blog，October 12，2011，available at http：//www.economist.com/blogs/eastern-approaches/2011/10/slovakia-and-euro-crisis.

11. 欧洲稳定机制的成员都同意欧洲稳定机制贷款在宏观经济调整项目和资本结构重组工具之下可以享受比同等情况下国际货币基金组织贷款优先的贷方地位，即使接受了国际货币基金组织的贷方地位超过欧洲稳定机制。但是，这将不会应用于以（附有欧洲稳定条约签署期间的欧洲财政援助项目的）欧洲稳定机制贷款形式进行的欧洲稳定基金财政援助。关于在西班牙银行的资本结构改革中放弃优先贷方地位的决定在性质上是一次性的，因为欧洲金融稳定基金正在协商《财政援助基金协议》。这份协议将权利和义务转移给欧洲稳定机制，包括欧洲金融稳定基金的平等权利地位。在这种情况下，优先贷方地位的损失使其看起来就像最终负有责任的纳税人成了银行利益的牺牲品。

12. Moody’s Investors Service，“Rating Action：Moody’s Assigns Aaa/Prime-1 Rating to European Stability Mechanism （ESM）；Negative Outlook.” Last accessed January 4，2016，from http：//www.moodys.com/research/Moodys-assigns-AaaPrime-1-rating-to-European-Stability-Mechanism-ESM--PR_256438.

13. Anträge auf Erlass einer einstweiligen Anordnung zur Verhinderung der Ratifikation von ESM-Vertrag und Fiskalpakt überwiegend erfolglos，Bundesverfassungsgericht，Pressemitteilung Nr.67/2012，September 12，2012.

14. White House，“Press Conference by President Obama after G20 Summit，” November 4，2011.Last accessed January 6，2015，from https：//www.whitehouse.gov/the-press-office/2011/11/04/press-conference-president-obama-after-g20-summit.

第八章　紧缩与刺激

即使在《马斯特里赫特条约》谈判期间，政策制定者们也曾怀疑“不救助条款”能否在经济繁荣时期产生足够的市场纪律。确保政府债务的可持续性不能仅仅依靠市场纪律（通过对不审慎行为提出高利率的可信威胁），这已经是不争的事实。特别是德国决策者一直以来完全理解这一点，并将限制整体公共债务水平的财政规则的必要性内化成行动。没有这样的框架，政府债务可能最终会走上一条不可持续之路，从而迫使央行采取通货膨胀政策。

因此，《稳定与增长公约》主要由德国财政部创设丝毫不令人意外。3.0%这一赤字趋同标准成了时任德国财政部部长特奥·魏格尔（Theo Waigel）不断重复的信条（而在法国，这也成了他的绰号）(注)。于尔根·斯塔克在成为欧洲央行首席经济学家前，曾任职于德国财政部，而后担任德国央行副行长，他是财政纪律以及《稳定与增长公约》最坚定的拥护者之一。有趣的是，3.0%这一具体数字，是由法国人雅克·德洛尔在20世纪80年代早期担任法国财政部部长期间推行“强势法郎政策”时提出来的。不过，法国从一开始就对支持《稳定与增长公约》缺乏热情。只是在最后时刻，在德国和德国央行的强压之下，《稳定与增长公约》才在发行欧元的最后准备期间被接受。在那时，法国新总理、社会党人利昂内尔·若斯潘（Lionel Jospin），曾经的“托洛茨基分子”，坚持要改公约的名字，在其中加入“增长”一词，并要求“增长”与“稳定”并重。

自《马斯特里赫特条约》和《稳定与增长公约》的谈判一开始，从传统的德国严格主义方式而来的财政政策规则就与法国根深蒂固的

凯恩斯主义天性存在冲突。其主要的争论焦点就是3.0%的赤字限额规定是否在衰退时期也需要遵守。

在经济与货币联盟成立的头10年，德国自己似乎也同意弱化一些规则，因而德国传统的重要性似乎变得模糊不清。起初，法国和德国都忽视了《稳定与增长公约》，而后又在2003年11月将之暂时搁置以抵御衰退威胁。2005年，惩戒机制再次被削弱，许多程序变得仅仅是酌情为之，在新的程序条款下，对不遵守规则的国家采取行动变得更加困难。但是，到了21世纪头10年末，德国又回到更加保守的立场。尤其到了2009年，德国联邦议会颁布了“债务刹车机制”，对商业周期中公共部门新发行公共债务的数量设置了上限，涵盖“联邦和州”两个层面，以期到2016年实现预算平衡。2009年的这一决议被认为是德国的重大成功，德国希望看见其他欧洲国家也采取类似的立法政策。

特别是德国认为，大部分欧洲国家的政府债务占GDP比例已经过高，其潜在问题是结构性的。在经济日益全球化背景下，财政刺激只会使重塑欧洲竞争力的必要的结构性改革受干扰和被拖延。在德国，财政刺激被视为昙花一现。财政刺激带来了一些短期的经济加速，但这是不可持续的，只是暂时掩盖了潜在的结构性问题，长期而言，弊大于利。

总体来看，争论的焦点并不在于是否必须合并或削减主权债务负担，过去几年债务水平的大幅攀升已经使缩减势在必行。更进一步说，争论是关于如何通过最优方式来实现债务缩减。当前，首先要认识的问题是，应该意识到社会最终关心的并非债务本身，而是债务比率，即债务占GDP的比重。政策制定者可以通过降低分子（债务）或者增加分母（GDP）来降低这一比率。但不幸的是，减少债务的措施（紧缩政策）通常也会对GDP造成负面影响，反过来说，刺激GDP的举措（刺激政策）也会同时增加债务。因此，问题就变成了最小化财

政债务负担，政府是否应该尽快推行紧缩政策，抑或是这样做的前置性紧缩措施实际上可能事与愿违。

本章首先回顾学者、经济学家以及政策制定者关于经济下行期是否有必要采取刺激政策的争论。而后透过分析性反思来审视欧洲危机的最新进展，重点关注德国、法国采用不同政策导致的不同结果。

具体而言，本章探讨以下问题：

●政府支出如何刺激经济？什么是凯恩斯乘数？特别是，政府支出在什么时候会效果显著？相反，紧缩政策在什么时候会对经济极其不利？

●紧缩是否总是应该被解读为有损经济潜能？还是说，当GDP增长过度且不可持续时，衰退可以被视为一种修正？

●在救助中，有关债权人条件的公开争论是否不公平地将紧缩措施和结构性改革绑在了一起？

●危机时期财政政策的实践中有哪些经验教训可资借鉴？

在阐述欧元危机期间紧缩政策和刺激政策争论前，本章将率先介绍三个学术论证。

财政乘数之争

在这一争论中，法国的逻辑自然是要小心地避免因过度紧缩而弄巧成拙，而德国则担心会延误必要的财政调整和结构性改革。两种理念深深根植于经济学有关财政政策干预的长期争论中。德法双方的观点实际上分别体现了需求侧与供给侧的不同视角。

首先应该认识到，宏观经济本质上不同于个体经济的加总。经济作为一个整体，某一个人的支出总会是另一个人的收入。许多政客的直觉是：一个国家应该像单个家庭或公司一样运作，即凯恩斯所说的“合成谬误”，这种直觉并没有抓住两者的本质差别。举个具体的例子，遵循凯恩斯在20世纪30年代的分析，假设所有家庭都将其当期收入的10%作为储蓄（即边际消费倾向是收入的90%）。财政支出增加1欧元，某一家庭的收入就会增加1欧元，这个家庭会增加0.9欧元的支出。这0.9欧元又会变成另一个家庭的收入，从而另一个家庭又会增加0.81欧元的支出，以此类推。最终，GDP将会增加10欧元，因此政府支出乘数为10。

我们可以从凯恩斯这个经典的分析中得出三点结论。第一，增加支出比减少税收更有效。在我们的简单模型中，每减少1欧元的税收只会给GDP带来9欧元的增长，而不是10欧元。第二，在凯恩斯的世界里，收入中用于支出份额的减少，即整个经济范围内的储蓄意识增强，可能是反生产的。也就是说，尽管收入中的储蓄份额增加，但总体的收入将会下降，以至于总储蓄也同样会下降。这就是所谓的“节俭悖论”。第三，在行为人各不相同的世界中（每个人的边际消费倾向都不同），财政措施应该更加针对那些支出占收入比例更高的人群。比如，如果政策是针对那些只愿意花费收入50%的人们，那么乘数将只有5。

需求效应对GDP的影响很大程度上取决于经济中供给侧的行为。如果供给没有相应的反应，那么需求冲击只会简单地转换为价格的提高，并不会显著推动GDP增长。这就是价格效应，而非数量效应。相反，如果价格反应非常迟钝（即价格黏性），那么数量——比如GDP和就业——就会有所反应。这种情况下，价格上升伴随着失业减少。这种关于通货膨胀和失业之间的负相关关系，就是经济学家们所熟知的“菲利普斯曲线”。价格越具有弹性，一个给定的需求刺激就越会反

映为价格的上升而非就业的增加。因此，在价格具有充分弹性的经济中，政府支出乘数很有可能相当小，反之亦然。

经典驳斥

然而，最初的凯恩斯理论很快就受到各式各样理论的挑战。正如米尔顿·弗里德曼在20世纪50年代早期提出的，传统的凯恩斯乘数理论建立在一个隐含的假设之上，这个假设就是边际消费倾向固定不变，特别是它并不依赖人们对未来收入的预期。但是人们应该把他们未来的收入作为一个考虑因素，用弗里德曼的话说，人们的消费应该建立在其“永久”收入或生命周期平均收入之上[注]。应用到我们的凯恩斯乘数分析中，这一简单的认识有着深远的含义：家庭成员很清楚地知道，政府今天的支出一定需要以提高现有税收或将来税收的方式来融资，所以他们生命周期内的收入根本没有改变。因此，在这些辅助假设之下（例如缺乏借贷约束），预期未来税收上升时人们的私人储蓄也会增加。这一理念——政府部门虽可以举债，但天下并没有免费的午餐——就是著名的“李嘉图等价结果”。在包含这一机制的“灵活价格模型”中，政府支出乘数几乎为零。[注]

但是，实证结果并不完全支持李嘉图等价结果。事实证明，消费—储蓄的替代关系（trade-off）并非主要由永久性收入决定。例如，即使暂时的退税也会对消费者支出行为产生深远的影响[注]。这一现象通常都用信贷约束来解释：尽管永久性收入并没有改变，但受到借贷约束的个人和家庭仍会在有临时性收入时加大消费。总的来说，这些发现表明，简单的凯恩斯消费模型（尽管理论基础并不牢固）仍然是对现实情况的有用近似。

利率接近零时的有限挤出效应

但是，在称赞政府刺激的优点之前，还需要考虑利率问题。上文关于最初的凯恩斯模型的回顾中，假设整体经济中的利率固定不变。

而实际上，任何采取刺激政策的政府都必须以某种方式为其支出融资，通常情况下都是通过额外借款来实现的。正常情况下，这种借款会推动无风险利率上升；消费以及投资会因此减少，尤其是导致投资下降。这些紧缩效应使财政乘数变得更小。但是，请注意其前提是“正常情况下”，在严重的经济危机中，把支出恢复到正常水平所要求的利率可能远低于零。但是，由于人们永远可以选择储藏现金（支付零利率），因此名义利率不可能低于零太多，即令人畏惧的“零利率下限”。欧洲央行将利率设定为略低于零，表明利率下限并不严格为零。在严重衰退的情况下，没有零利率下限，而可能是较大的负利率，此时财政刺激只会提升这一假定的影子利率。然而实际上，因为利率被卡在零附近，这一假定的影子利率上升是不相关的。因此，由于实际利率不变，就不会有挤出效应。

简而言之，这就是为什么经济学理论文献区分正常时期和大萧条时期的乘数。危机之前，希腊政府过度支出使GDP加速增长的事实表明，即使在正常时期财政乘数也不为零。当然，财政乘数在危机时期看起来更大。2010年之后，希腊政府削减支出导致比预测更大的紧缩即佐证了这一观点。

如果总产出下降，就更有理由增加政府支出。假如由于人力资本持续受损，失业已经非常严重，低产出和紧缩很可能产生持久的创伤（这是一种被称作“滞后”效应的假设）[注]。突然的财政紧缩可能造成经济增长停滞，使经济陷入衰退。最终，在极低的利率环境下，政府投资项目变得更赚钱，因为它们能以更低的成本融资。

所有这些争论，都是2008年最初呼吁政府采取刺激政策的关键动机。

信贷利差

当一国借入一种外币或者共同货币时，关于利率争论还存在一种重要的阐释角度：政府借贷利率并不一定是无风险利率。在政府过度借贷的情况下，主权债务实际上可能被视为是有风险的，因此政府债务收益率在零利率下限的环境中可能急剧上升（这是前文凯恩斯模型所没有考虑到的情况），进而可能潜在地影响乘数。鉴于此，2010年之后的政策界普遍开始谈论信心效应。在低利差、低违约风险的均衡中，虽然有广泛的争论，但是，果断的财政紧缩政策会促使市场对公共财政的可持续以及经济调整树立信心。相反，延误政策时机则可能有损市场信心，并使经济更加远离均衡状态。未清偿债务越多，不利情形就越可能发生。保罗·克鲁格曼，可以说是和约瑟夫·斯蒂格利茨同样杰出的现代凯恩斯经济学家，则多次嘲讽这一观点，称之为“信心童话”(注)。

信心效应还有另一层解读。从历史数据来看，我们可以观察到在整体经济中主权风险和借款条件之间有着合理的紧密联系。例如，信用评级机构定期把一国的债务等级作为该国所有公共债务的上限。在这样的关联下，信心下降不仅会使政府，还会使国内所有人的融资条件恶化。因此，这就会给总体经济活动带来更加深远的、消极的二阶效应。用简单的乘数语言来描述的话，这种推理意味着，在政府负债过度的情况下，额外支出以及推迟必要的巩固措施对产出的积极作用极小，甚至可能导致产出下降，也意味着乘数为负。

国际视角下的乘数

前述讨论大都建立在单一国家背景之下。但是，一个贸易开放国家的财政刺激可能会对其他国家产生溢出效应，而不仅只是改善本国经济。换言之，政府的财政支出乘数相对于国内经济产出，会因进口倾向上升而下降。这个角度对理解有关德国刺激政策的争论是十分重要的。德国是一个非常开放的经济体，它从国内需求刺激政策中获益更少，这不仅是因为其产出缺口接近于零，还因为其财政刺激会溢出

到周围国家。德国一开始并不愿意采取刺激政策，而外围国家却对此异常积极，从维护自身利益的角度来看也合乎情理。这是内在的哲学动机与短期私利相结合的一个极佳例证。

实证维度

从实证维度来看，由于乘数取决于一个（不可观测的）反事实情景，即在没有宽松或紧缩措施的情况下经济会如何表现，因而较难测算。为了获得这个反事实情景，需要用到理论模型。首先要说明的是，最近的研究并没有得出一个有共识的乘数。比如，瓦莱丽·雷米（Valerie Ramey）在其2011年的研究报告中发现，从“理性人的角度，数据并不能告诉我们到底是0.5或是2”。[注]当然，在用国民核算的方法测算GDP中，乘数被定义为每单位欧元的政府额外支出所带来的GDP增加。乘数是大于1还是小于1取决于支出是否刺激了额外的产出，或者更高的实际利率是否对私人消费和投资产生挤出效应。

如果有共识，那就是衰退时期的政府支出乘数高于经济扩张时期，以及乘数取决于经济政策的立场[注]。比如，罗伯特·霍尔（Robert Hall）发现，当货币政策制定者可以降低利率时，乘数只有0.5—1.0，而如果货币政策由于利率不能低于零而受到限制的话，乘数可能高达1.7。[注]新凯恩斯模型以零利率下限校准后得出的乘数高达3—4。在一份有影响力的研究中，国际货币基金组织的经济学家总结到，政府支出乘数在欧洲衰退的低谷时期，远大于我们最开始预期的数字[注]。除了通过校准理论模型来获得假设的反事实情景以外，还有研究者发现，一个国家的政府支出在不同地区可能带来不同的影响。例如，中村惠美（Emi Nakamura）和乔恩·斯泰因森（Jon Steinsson）发现了与这些大的数字保持一致的乘数[注]。刺激政策怀疑论者指出，在贪污盛行的国家，用于宽松刺激的资金很可能会被侵吞[注]。

强调紧缩政策的研究者们指出，财政审慎的确在长期与短期都有益处[注]。他们还强调，削减支出比提高税收更有效。紧缩政策的支持者喜欢以20世纪90年代中期的加拿大为例。加拿大在调整预算的同时经历了正的经济增长。而赞成宽松政策的研究者们很快就否定了加拿大的经验，认为这种情况会发生，完全是因为审慎的财政政策伴随着扩张性的货币政策（以及汇率贬值），再加上美国强劲的经济表现造成了加拿大的出口繁荣。

产出缺口与不可持续的繁荣之争

新凯恩斯主义认为经济有一种自然状态，但是由于物价、工资刚性、金融摩擦，以及其他瑕疵导致经济出现偏离。继米尔顿·弗里德曼在1968年的一次颇具影响力的美国经济学会主席演讲之后，新凯恩斯主义者开始聚焦于产出缺口这一概念，即自然产出水平与实际产出水平之间的差距。自然产出水平就是经济可以灵活、即时地对所有冲击随时做出调整时能够达到的产出水平。而事实上，经济无法达到这种无摩擦的基准产出水平，而是围绕着它上下波动，实际产出有时高于基准，有时低于基准，加速通胀或通缩可作为判断产出缺口指标的信号。

标尺模型或摆动模型

危机以来，旧凯恩斯主义传统经由保罗·克鲁格曼等学者传播，经历了一次复兴[注]。他们认为，存在一个潜在的、经济几乎总是无法达到的总产出量。经济周期的顶点是产能的天然标尺，它表明运用外推法从过去的经济周期顶点可以测出目前的产出缺口，这种方法被称作“标尺模型”（ruler model）。换言之，衰退只是暂时的现象[注]。在弗里德曼1964年的“摆动模型”（plucking model）中，衰退会暂时地造

成经济下行。就像越用力向下弹拨吉他的弦，反弹越强一样，衰退程度越深，回到旧有运行趋势（从波谷到波峰）的反弹力也越大。

在战后的大部分时间里，美国经济基本上回到其衰退前的发展趋势（因此可以说衰退是暂时的），但是对其他大部分国家来说，情况并非如此，因为衰退对它们造成长久的产出冲击。在最近的一份研究报告中，奥利维尔·布兰查德（Olivier Blanchard）、欧亨尼奥·切鲁蒂（Eugenio Cerutti）和劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers）从实证角度阐释了这个问题。在许多国家，不仅仅是生产水平，而且增长速度也经历了持久下降[注]。2010年以来的美国数据可能显示了一个新的现实：这一次吉他的弦并没有反弹。

凯恩斯主义者倾向于用“迟滞假说”来解释这一实证发现：长期持续的衰退损害了人力资本，造成工人技能退化，致使经济长期陷入更深的衰退。这一假说为采取激进的刺激手段以抵消滞后效应提供了额外的理论依据。萨默斯则走得更远，他指出，产出缺口不是暂时性的，而是长期性的，工业化国家正面临着“长期经济停滞”。为了摆脱这样的窘况，需要大规模的投资，甚至不惜以可能引发经济泡沫为代价[注]。

关于不可持续繁荣的“繁荣与萧条”理论

根据奥地利的“繁荣与萧条”理论，经济繁荣可能会过度且不可持续，尤其当繁荣由信贷扩张所推动，同时伴随着不当投资。不平衡和泡沫都会随之出现。这种情况下，随之而来的衰退只是对先前经济过热的修正[注]。

在希腊，政府支出人为地促进了经济增长。在2007年之前，欧洲内部的资本流动使GDP出现趋同现象，但是资源和生产率根本上的不合理分布实际上恶化了产出缺口。不平衡和泡沫开始积聚，正是这些泡沫的破裂使欧元危机达到顶点。GDP增长率被人为地抬高，因而并

不能反映真实的经济状况。例如，希腊GDP从2000年到2008年增长了69.1%，远高于其他27个欧盟成员国35.6%的增长水平[注]。到了2010年，希腊年度赤字水平已经达到虚高的GDP水平的15.7%。在德国人看来，很难想象进一步增加政府支出能改善现状。希腊经济的衰退因此被视为对前期经济过热的一种修正，尽管可能有些过头。

在欧洲其他国家，比如西班牙，低生产率领域的资本流入近乎停滞，如住房部门。总生产率没有提升，绝大部分GDP增长来自使用的资本增加。信贷激增通过吸引劳动力向低生产率领域（如建筑领域）的再配置对经济增长造成负面影响[注]。概而言之，多年来增加的政府支出和国际资本流动只是掩盖结构性缺陷的一层缓冲，而这种掩盖也只能持续这么久。德国对欧元区国家通过增加政府支出来对抗危机的做法深表怀疑。为促进经济复苏，需要的不是额外的扩大支出措施，而是根本性的改革，解决公共部门和私人部门的结构性问题（如官僚庇护主义、任人唯亲、既得利益阶层、固化的精英阶层等）。

政治将结构性改革和紧缩措施联系在一起

理论上，可以将紧缩和宽松的争论与是否应推动供给侧结构性改革的争论视为两个独立的论题。然而，如果将政治经济因素考虑在内，这两个争论其实是相互关联的。美国经济学家坚持认为，改革最好在经济繁荣时期完成，因为经济增长可以带来额外的税收，用于弥补那些在改革中遭受损失的人。同样，在新凯恩斯模型中，由于利率不能远低于零，宽松的货币政策无法实施时，结构性改革可能是反生产率的。

与之相反，德国人则深信，在欧洲，严肃的结构性改革几乎不可能在繁荣时期完成。这一态度大致反映了其联邦制结构的现状——许多机构都有可能阻止某项政治举措。结构性改革在短期内具有破坏

性，而只在长期（譬如下一个选举周期之后）促进经济发展，这一事实导致许多政治家短视、过分小心且不愿意实施结构性改革。让-克洛德·容克生动地把欧洲政客的困境总结为："我们都知道该做什么，但是我们不知道在做完之后，如何再次赢得大选。"注只有当现状的不确定性非常大且处境艰难时，政客们才会清晰明确地告诉公众：需要改变注。英国前首相撒切尔夫人提出的著名的"别无选择原则"也同样适用于结构性改革。即只有在处境绝望时才会做出令人不快的选择。放松银根和刺激支出都只不过是借口，使政府可以避免困难的抉择，但避免这些困难的抉择会侵蚀政府机构的行政管理质量。政客们在危机时期较少改革的另一个原因是，人们会更多地把改革造成的短期阵痛归咎于总体的经济环境，而不是政客们的行动。

德国痛苦的结构性改革经历

在得出结论之前，关于德国过去的经验，有两段历史插曲显得十分重要。首先，在1950年的深秋，现代联邦共和国（西德）建立之初，德国正深陷国际收支危机之中。与一些外国评论家的建议相反，德国政府坚持推行经济自由化战略，并收紧财政政策和货币政策，尤其是货币政策，数次采取了提高利率这一不受欢迎的措施。这一做法的确成效显著，从而树立了公众对政府财政审慎决策的坚定信心，这深深根植于德国精神之中。之后，特别是在1978年和1987年，德国背负着来自外界尤其是美国的压力开始财政扩张，这样做造成的结果又是始料未及的，它使德国在面对意想不到的挑战时变得更加强大：包括1979年第二次石油危机时的油价暴涨，以及1989年至1990年间的德国统一进程。

第二个重要经验是在21世纪头10年中期，时任德国总理格哈德·施罗德（Gerhard Schröder）采取了一系列增强劳动力市场灵活性与竞争力的改革。在某种程度上，这些举措是为了应对来自亚洲和拉丁美洲生产者的竞争，应对措施包括把流水线的很多环节外包给东部一些低

工资的邻国。改革之所以能成功实施，是因为政客们没有其他更容易的出路了。德国的部长们普遍认为，政治家们总是尽力避免采取政治成本高昂的结构性改革，即使这些改革在长期来看有利于促进经济增长。21世纪头10年的中期，德国实施这些改革措施完全是因为已经别无选择。这些改革措施曾经遭到工会和众多选民以及当时的执政党——社会民主党内很多人的强烈反对。一位政治上精明的政客会远离那些只在长期有回报而在短期内不受欢迎的改革举措。

格哈德·施罗德的许多政治顾问都努力想找到一条更轻松的出路，比如通过欧洲央行降息或者财政刺激。但这些选项当时都被否定了：欧洲央行不会降息，因为这对整个欧元区来说是下策。这也是德国媒体和经济学家没有批评欧洲央行的原因。其次，对时任欧盟委员会经济财政事务司总司长的克劳斯·雷格林来说，压力在于要遵守《稳定与增长公约》。施罗德与当时的法国总统希拉克（Jacques Chirac）组建了一个联盟以期削弱《稳定与增长公约》的影响。克劳斯·雷格林对此表示反对，并就欧洲理事会弱化法国和德国的“超额赤字程序”（Excessive Deficit Procedure）的决定提起诉讼。在地方选举中失利以及受到德国经济学家的强烈抗议后，施罗德最终让步，选择实施改革。劳动力市场和退休金改革得以实施。当时，《经济学人》对德国有一个著名的称呼：欧洲病人[注]。但几年之后，德国从改革中受益匪浅，转而成为欧洲其他国家的楷模。

欧洲的其他结构性改革

德国这么做的内在动因还可以追溯到更早。早在纳粹独裁统治下，政府支出扩张就是提高政府控制力、为独裁和腐败提供可能的一种手段。共产主义计划经济体制的经验也使许多前共产主义国家会从类似的角度看待政府赤字和债务。在波兰，1989年后改革的主要设计师莱谢克·巴尔采罗维奇（Leszek Balcerowicz），严厉警告政府债务堆积的危险性，并安置了一个时钟生动地显示波兰政府债务积累的速

度。保加利亚财政部部长兼副总理西蒙·詹科夫（Simeon Djankov）强调，东欧国家在政府财政上的鹰派做法对欧洲整体来说是很有价值的一课，他还把欧洲国家根据其特点划分为两组：一组是首字母缩写为悦耳“铃声”（BELLs）的保加利亚、爱沙尼亚、拉脱维亚和立陶宛四国，与此相对的另一组则是叫声恼人的地中海“欧猪四国”（PIGS），即葡萄牙、意大利、希腊和西班牙[注]。

拉脱维亚的改革计划则是对立的经济学派之间开启国际论战的由头。其中，保罗·克鲁格曼坚持认为，稳定计划严苛得难以置信，很难取得成功。几年之后，拉脱维亚总理总是喜欢指出，拉脱维亚证明了良药苦口利于病，称“克鲁格曼曾在2008年12月发表著名论断，认为拉脱维亚就是第二个阿根廷，将不可避免地走向破产。现在，他大概也不愿意大方地承认自己说错了吧”。[注]

凯恩斯主义者们的看法则大相径庭，尤其是在美国。他们认为在繁荣时期推动结构性改革更容易一些，因为这对经济带来的伤害更小。2014年末在国际货币基金组织和世界银行的年度会议上，萨默斯和沃尔夫冈·朔伊布勒在专题小组讨论中的观点分歧尤为凸显。双方的交流都很坦白直率。举例来说，萨默斯指出，“欧洲正在推行的措施是行不通的”，“排除了投资赤字而单单关注财政赤字是一个十分重大的错误，因为投资赤字才是导致增长不足的原因”。[注]朔伊布勒则回应说：“你应该看到欧洲的特殊性，欧洲国家公共支出占GDP的平均水平几乎是美国、加拿大和澳大利亚的两倍。”[注]他还重申，结构性改革只能在危机时期获得一致通过并予以实施。

欧洲关于紧缩与刺激的政策之争

为抵御2008年雷曼兄弟破产的传染效应，最初尝试的政策协调，反映了欧洲政策之争的特点。而后，德国试图整顿公共财政，而法国

和其他一些国家则寻求采取更多的刺激举措。使用紧缩一词并不准确，因为欧盟对外围国家采取各式各样的计划，实际上仍是放松紧缩。如果没有这些计划，外部救助所要求的调整，特别是对希腊这样的国家，要比实际上观察到的更为残酷。当然，可能会有人认为财政调整应更为渐进，但事实证明债权国的国内政治因素是这一做法的硬约束。

雷曼危机后的全球协调刺激

危机期间，始终伴随左右的是要求财政自律的呼声和政府刺激需求之间的拉锯战。2007年全球金融危机爆发时，德国预算状况良好，在不到20年的时间内就吸收了两德统一的影响。同样的原则本可以被推广应用到欧洲其他国家。但在雷曼兄弟破产之后，金融危机在2008年末到达顶峰，包括德国在内所有国家的政策制定者，都一致行动试图阻止重蹈大萧条的覆辙：呼吁激进的财政扩张，对未来赤字的担心被搁置一边。例如在意大利和西班牙，当危机达到顶峰时公布了大规模刺激措施。2009年4月在伦敦召开的二十国集团峰会则明确提出采取协调一致的财政扩张政策。

德国修复《稳定与增长公约》的尝试

到了2010年初，这种想法发生了改变：2月，七国集团的财长一致认为，世界经济正在恢复，并将其重点转移到财政整顿上。事实上，在金融危机的余波中，财政整顿和财政自律成了布鲁塞尔当局的王牌。德国尤其希望与欧盟委员会合作通过欧盟机构来修复和更新《稳定与增长公约》，以避免使之看上去像是德国的一己执念。

在欧盟委员会看来，强调国家财政制度意味着一致的会计处理原则［1995年欧洲会计体系（ESA95）的会计规则要求在欧盟层面实施财政监管］，国家统计当局应有能力遵从欧盟的数据和报告要求，预测体系能够提供可靠和无偏差的增长及财务预测。但这种新要求也意

味着“一国的财政制度要反映条约义务，遵守条约关于赤字和债务的参考指标，而且与其规定的中期预算目标保持一致”。注这要如何实现呢?

2010年9月29日，欧盟委员会颁布了“六项规则”，这一机制旨在识别欧盟内部长期存在的经济差距根源，修正宏观经济失衡。2011年11月，这些指令由欧洲理事会负责实施注。除捷克共和国和英国以外的欧盟成员国最终于2012年3月共同签署了这一“财政条约”（The Fiscal Compact），该条约是以“维也纳协议”（Vienna protocol）为基础的政府间协议。欧盟委员会拥有一定的监管权力，但从法律上来讲，这已经超出了欧盟条约的框架。

有趣的是，德国和法国（特别是其他南部国家）对这些举措的解读存在相当大的分歧。德国认为，对财政失衡的监测和修正程序只是一个更复杂的对政府财政过度超支进行制约的体系。与此相反，许多南部成员国则认为，重点是关注经常账户失衡，而非政府债务维度的失衡过程，德国持续的贸易盈余被视为对欧元区稳定的最大威胁之一。事实上，在对2014年和2015年宏观经济失衡的分析中，德国被认定为有重大失衡的成员国之一。

德国关注更严格的债务水平控制，这一点也反映在它在欧洲各地积极推进债务刹车机制上。2011年12月5日，默克尔和萨科齐表示，这是一条普遍适用于欧洲以实现更好的财政纪律的道路。《经济学人》推测，债务刹车机制这一德语单词“将会像幼儿园这一单词融入英语那样，融入法语或意大利语”。注显然，这种机制看起来更像是来自柏林而不是巴黎或布鲁塞尔。法国新闻界将萨科齐与采取绥靖政策的法兰西第三共和国总理爱德华·达拉第（Édouard Daladier）作比较，后者签订了臭名昭著的1938年《慕尼黑协定》，屈服于希特勒。英国前首相戴维·卡梅伦则明确表明了他的反对态度，也许是因为英国彼时正在

与巨额赤字做斗争（2010年英国公共借款占GDP的比重接近10%，2011年为7.8%）。

法国不情愿地接受了条约修订的准则，但认为它必须是有限制的（“外科手术式的”，其官方发言人如是表述）：“我们无意引发关于宪章或欧盟的争论。”注法国同意事后对那些被发现违反财政规则的国家予以制裁，在严重违规情况下，这些国家的投票权将被暂停。然而，萨科齐坚决反对欧洲当局特别是欧盟委员会对国家预算的任何事前干预。

法国的观点反映了欧洲南部国家的广泛立场：他们并不希望看到一个限制赤字开支的欧洲财政规则，特别是由于紧缩措施颁布实行，增长开始停滞，对放缓财政整顿节奏（甚至是重启刺激）的呼声变得越来越强烈。于是，财政整顿和刺激政策之间的拉锯战在危机及其余波期间不断上演。

奥朗德推动欧洲采取更多刺激措施

2012年法国总统大选前夕，弗朗索瓦·奥朗德将放松紧缩作为其主要的竞选议题之一，导致欧元区关于紧缩争论的进一步升级。有趣的是，在大选前夕，奥朗德派出他的一些亲密顾问与南部政府就欧洲需要改变做法进行会谈。顾问反馈称，马德里和罗马都希望法国能带头，反对默克尔、德国以及紧缩措施。当然，这一反馈可能真实，也可能有所夸大。之后，奥朗德在就职典礼上承诺，“将向我的欧洲伙伴们建议，达成一个既能对赤字进行必要缩减，又能兼顾必要的经济刺激的组合拳”。注

奥朗德当选顺应了欧洲的情绪，即开始转向抵制由德国和默克尔倡导的紧缩政策。批评者认为，欧洲需要增长，以偿还大量的政府和私人部门债务。强调财政整顿作为减少债务负担的办法，其结果是反生产的。马丁·沃尔夫（Martin Wolf）和前美国财政部部长萨默斯在

《金融时报》上展开激烈的论战，标志着传统凯恩斯主义的危机管理方式的戏剧性复兴[注]。这一立场似乎得到了国际货币基金组织研究成果的支持，研究计算出的财政乘数比先前假设的大得多。当奥朗德在谴责“无情的紧缩”，并在他的总统竞选中声明“决定整个欧洲的不是德国”时，利用了英美的大量批评[注]。而且，推行了大规模改革的西班牙首相和意大利总理——马里亚诺·拉霍伊和马里奥·蒙蒂也都支持奥朗德的声明。甚至在荷兰，这一北部国家，其政府也因无力完成支出削减而崩溃。

持续不断的紧缩与刺激之争，很有意思地反映在欧洲预算设计中。不出所料，奥朗德奋力推动一个雄心勃勃的预算计划，在欧盟委员会提出的预算基础上进行了大幅增加，忽略了法国事实上是仅次于德国的第二大净援助国。与之形成鲜明对比的是，默克尔态度明确地支持卡梅伦的严格立场（英国一向支持更低的欧洲预算），并且在此期间对奥朗德采取了孤立的态度。法国国内的舆论对其领导人进行了强烈抨击，认为这是一次失败，其象征意义很难视而不见。奥朗德故意错过了欧洲理事会主席赫尔曼·范龙佩某晚召开的调停会议（默克尔和卡梅伦都参加了），他反而选择出现在与南部国家的双边会晤上，其中包括与西班牙首相拉霍伊的长时间会谈。在这种情况下，德国把英国视作反对南部集团的至关重要的同盟。

奥朗德在另一片阵地上也开始对德国展开了攻击。2013年2月5日，在欧洲议会的一次演讲中，奥朗德强烈主张欧元汇率主动贬值。此话一出，立刻遭到德国政府的激烈反对，德国认为汇率工具并不是提升竞争力的有效手段，汇率的变动只会产生短期的刺激效应[注]。

希腊激进左翼联盟寻求在整个欧洲采取更多刺激措施

体现欧元区制度岌岌可危、财政不审慎的危害，以及紧缩与刺激之间不断摇摆带来的严酷代价的典型例子就是希腊。关于紧缩的争论

贯穿整个希腊危机，而到了2015年1月希腊激进左翼联盟（Syriza）政府上台后，争论再次涌现并更加白热化。该党将取消前些年由“三驾马车”强制推行的紧缩措施作为其参选立场。希腊激进左翼联盟的目标是推动整个欧洲采取刺激政策，并且不惜让希腊民众与欧洲当局和各国陷入长达数月的僵局[注]。然而，在这一点上，即便是外围国家也都反对再给希腊额外的空间，主要是因为担忧这会助长其国内的左翼反对党。也许，希腊新政府最显著的成就是用“某些机构”替代了“三驾马车”这个词。

希腊激进左翼联盟上台后，其领导人就积极地在欧洲四处为他们的传统凯恩斯政策设想寻求广泛支持，不惜以国内金融和社会稳定为赌注，将争论转向对其自身有利的方向。希腊激进左翼联盟不愿意协商谈判，最终导致对希腊外部救助条件的全民公投，其中61%的希腊人民表示拒绝外部救助。但是，随着欧元区其他国家财政部部长继续对希腊施压让其退出，加上希腊退欧（Grexit）的风险时隐时现，希腊政府被迫改变主意接受债权人的条件。与此同时，对希腊退欧的担心、政治上的不确定以及银行倒闭，使希腊经济陷入一片混乱。这些情况更是助长了关于紧缩的争论。

即使一个更好的计划能使紧缩程度更小，它仍会成为债权国政策争论的主题。在某一时刻，一旦债权国的公众和议会认为，被救助方已经得到足够的援助，计划就会失败，希腊的经济灾难将会恶化。在一个推崇“无代表，不征税”这一口号的世界中，决定什么情况下需要施以救助意味着通过民主程序赋予债权国议会对债务国未来一定的发言权。因此，关于债务和救助计划的设计演变成民主政体之间矛盾斗争的舞台：债务国的民主倾向于较小的干预调整，而债权国的民主则偏向于减少援助金额。

教训及政策建议

如果把所有这些放在一起来看，就会得出一个结论，让“每个人都满意”的简单政策根本不存在。这也是为什么欧洲赤字管理机制实际上不是“3.0%”这样一个简单的数字规则限制，而显然是经过精心设计的。可以证明的是，规则手册太过复杂。总体来说，在2011年至2016年期间，在欧元区充满挑战的环境中寻求最优财政政策的经历，可以给我们提供三个重要的经验教训。

第一，如果国家信用度很高，推迟财政整顿可能会比较好。从直觉来看，作为紧缩政策的核心，关于信心的讨论实际上并不适用于在国际金融市场上有着较高信用度的国家。与之相反，深陷债务的国家则进退两难。迅速采取财政紧缩政策很可能会事与愿违，但是现在的宽松财政又可能会使其未来采取审慎财政政策的承诺变得不可信。没有了对未来整顿财政的可靠承诺机制，负债累累的国家实行紧缩政策，对他们而言“做也不是，不做也不是”。制度安排和可信的事前规则或许有助于克服这一困境——这是欧元区最近的一些制度创新的思想基础。例如“财政条约”（一套更严格的财政要求）和“六项规则”（一套特别针对宏观经济失衡的强化超额赤字程序、增强宏观经济监测的法规）。这些新的制度结构与德国传统非常一致，反映出德国对以规则为基础的框架在树立可信度方面的能力充满信心。这些规则建立在常规的欧盟框架之外，执行时的投票规则也不同。只要监管框架的整体可信度提升，那么底层争论仍在继续，那些低可信度的国家仍然可以在低利率环境下实现最优的调整路径。但对处于欧元区边缘的重债务国来说情况则正好相反，这些新的制度条款大多是一些不必要的紧身衣，通过牺牲增长来获取可信度。

第二，关于制定紧缩或刺激措施的最优政策设计。本章最开始提到的简单凯恩斯理论说明，以削减支出为基础的财政紧缩比提高税收的代价更加高昂。而可信度理论的观点则相反：削减支出比提高税收更可信，因为它们不太容易被逆转。因此，与提高税收相比，实际上果断的支出削减可能会使产出的损失更小。这种观点近来不断被提

出，并在学术文献中受到广泛讨论(注)。另一个关于刺激计划最优设计的观点是：刺激措施应该始终被设计成更容易逆转的，尤其是在债务负担深重的情况下。否则，长期财政整顿计划的可信度就会遭到破坏。欧洲和美国的一个关键不同点在于，欧洲暂时性的刺激措施在政治上更难逆转。

第三，在采取必要的结构性改革的同时，以适当增加政府支出或减税来刺激增长或许是个好主意。当然，根本的结构性改革会招致不确定性，而由于预防性储蓄上升，不确定性又会压低投资和消费支出。用简单的凯恩斯乘数分析的语言来说，边际消费倾向降低了，因此产出下降得更多。在这样的环境下，政府支出可以在一定程度上改善不利局面，推动需求上升，进而稳定支出。如果结构性改革涉及面足够广，在这种特定状况下，可信度应该不会成为大的问题。

---

1. See “Währungsunion： Drei Komma Null， ” Der Spiegel， 6， February 3， 1997， http：//www.spiegel.de/spiegel/print/d-8653515.html.

2. Milton Friedman，A Theory of the Consumption Function （Princeton，NJ：Princeton University Press，1957）.

3. The multiplier is typically above zero even in neoclassical models because a reduction in consumption induces people to work more，which boosts output.

4. See，for example，Jonathan Parker，Nicholas Souleles，David Johnson，and Robert McClelland， “Consumer Spending and the Economic Stimulus Payments of 2008， ” American Economic Review 103 （2013）：2530-53.

5. See， for example， Olivier Blanchard， Eugenio Cerutti， and Lawrence Summers， “Inflation and Activity： Two Explorations and Their Monetary Policy Implications， ” Peterson Institution for International Economics Working Paper Series， wp15-19 November 2015.

6. Paul Krugman，http：//www.nytimes.com/2010/07/02/opinion/02krug man.html.

7. Valerie A.Ramey，“Can Government Purchases Stimulate the Economy？ ” Journal of Economic Literature， 49 （3） （2011）： 673-85.See also Valerie Ramey，“Macroeconomic Shocks and Their Propagation， ” Handbook of Macroeconomics （forthcoming）.

8. Alan Auerbach and Yuriy Gorodnichenko，“Fiscal Multipliers in Recession and Expansion，”in Fiscal Policy after the Financial Crisis （Cambridge，MA：National Bureau of Economic Research （NBER），2013）.

9. Robert Hall，“By How Much Does GDP Rise if the Government Buys More Output？” Brookings Papers on Economic Activity，2009：183-231.

10. Olivier Blanchard and Daniel Leigh，“Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers，” IMF Working Paper 1301，January 2013.

11. Emi Nakamura and Jon Steinsson，Fiscal Stimulus in a Monetary Union：Evidence from U.S.Regions，unpublished manuscript，2012.http：//www.columbia.edu/~en2198/papers/fiscal.pdf.

12. Vito Tanzi，paper on “Public Finance and Public Debt，” CESifo conference，January 22，2016.

13. 这一讨论做出了重要贡献，参见 for example Alberto Alesina and Silvia Ardagna，“Large Changes in Fiscal Policy：Taxes versus Spending，” in Tax Policy and the Economy，vol.24，edited by Jeffrey Brown （Chicago：University of Chicago Press；NBER，2010）。

14. 参见 Paul Krugman，“Getting Trendy，” New York Times，July 23，2010.Last accessed January 4，2016，from http：//krugman.blogs.nytimes.com/2010/07/23/getting-trendy。

15. John Cochrane，“How Big Is the Random Walk in GNP？” Journal of Political Economy 96（5）（1988）：893-920.

16. Blanchard，Cerutti，and Summers，“Inflation and Activity.”

17. Lawrence Summers，in a speech at an IMF research conference on November 8，2013，http：//ftalphaville.ft.com/2013/11/18/1696762/summers-on-bubbles-and-secular-stagnation-forever/.

18. For recent empirical studies see，for example，Mathias Drehmann，Claudio Borio，and Kostas Tsatsaronis，“Characterising the Financial Cycle：Don’t Lose Sight of the Medium Term！”，2012，Bank of International Settlement Working Paper 380，and Moritz Schularick and Alan Taylor “Credit Booms Gone Bust：Monetary Policy，Leverage Cycles and Financial Crises，1870-2008.” American Economic Review，102（2）：1029-1061（2012）.

19. Source：Eurostat.

20. Claudio Borio，Enisse Kharroubi，Christian Upper，and Fabrizio Zampolli，“Labour Reallocation and Productivity Dynamics：Financial Causes，Real Consequences，” BIS Working Papers No 534，January 2016.

21. Jean-Claude Juncker，“The Quest for Prosperity，”The Economist，March 15，2007，http：//www.economist.com/node/8808044.

22. 实证分析参见Alessandra Bofinglioli and Gino Gancia，“Economic Uncertainty and Structural Reforms，”Barcelona GSE Working Paper 847，October 2015。

23. The Economist，November 17，2004，http：//www.economist.com/node/

24. See Simeon Djankov，Inside the Euro Crisis：An Eyewitness Account （Washington DC：Peterson Institute for International Economics，2014）.

25. Katy Barnato，“Krugman Can’t Admit He Was Wrong on Austerity：Latvia PM，”CNBC，March 15，2013.Last accessed January 4，2016，from http：//www.cnbc.com/id/100558455.

26. Horand Knaup and Christian Reiermann，“Out of Balance？ Criticism of Germany Grows as Economy Stalls，”Spiegel Online，October 14，2014.Last accessed January 4，2016，from http：//www.spiegel.de/international/germany/germany-and-finance-minister-schaeuble-under-fire-as-economy-slows-a-996966.html.

27. Geoff Cutmore and Jenny Cosgrave，“Summers，Schäuble Go Head to Head on Ailing Europe，”CNBC，October 9，2014.Last accessed January 4，2016，from http：//www.cnbc.com/2014/10/09/summers-schauble-go-head-to-head-on-ailing-europe.html.

28. MEMO/10/288，Brussels，June 30，2010，“A toolbox for stronger economic governance in Europe，”europa.eu/rapid/press-release_MEMO-10-288_en.doc.

29. （a） European Council，“Council Regulation （EU） No 1177/2011 of 8 November 2011 Amending Regulation （EC） No 1467/97 on Speeding Up and Clarifying the Implementation of the Excessive Deficit Procedure，”Official Journal of the European Union L 306 （November 23，2011）：33-40.3352024.（b） European Council，“Council Directive 2011/85/EU of 8 November 2011 on Requirements for Budgetary Frameworks of the Member States，”Official Journal of the European Union L 306 （November 23，2011）：41-47.（c） European Parliament and European Council，“Regulation （EU） No 1173/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the Effective Enforcement of Budgetary Surveillance in the Euro Area，”Official Journal of the European Union L 306 （November 23，2011）：1-7.（d） European Parliament and European Council，“Regulation （EU） No 1174/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on Enforcement Measures to Correct Excessive Macroeconomic Imbalances in the Euro Area，”Official Journal of the European Union L 306 （November 23，2011）：8-11.（e） European Parliament and European Council，“Regulation （EU） No 1175/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 Amending Council Regulation （EC） No 1466/97 on the

Strengthening of the Surveillance of Budgetary Positions and the Surveillance and Coordination of Economic Policies，”Official Journal of the European Union L 306（November 23，2011）：12-24.（f） European Parliament and European Council，“Regulation （EU） No 1176/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the Prevention and Correction of Macroeconomic Imbalances，”Official Journal of the European Union L 306 （November 23，2011）： 25-32.

30. “德国的债务刹车：请绑紧你的手”，《经济学人》，2011年12月11日，http：//www.economist.com/node/21541459，最后访问于2016年1月4日。

31. “默克尔、萨科齐同意修改欧盟条约以控制危机”，http：//www.euractiv.com/future-eu/merkel-sarkozy-agree-eu-treaty-c-news-498902（2010年11月19日）。

32. Tony Patterson and John Litchfield，“新总统弗朗索瓦·奥朗德就职典礼阅兵时的雨”，《独立日报》，2012年5月6日，http：//www.independent.co.uk/news/world/europe/rain-on-his-parade-then-fran-ois-hollande-flies-into-a-storm-7754459.html，最新登录时间为2016年1月4日；以及《每日电讯报》，2012年5月16日，http：//www.telegraph.co.uk/news/worldnews/europe/france/9267144/Rain-on-Francois-Hollandes-parade-as-new-president-celebrates-inauguration.html，最新登录时间为2016年1月4日。

33. Wolf 要求“更多的融资，最理想的是通过发行某种欧元区债券、少一些财政紧缩、更多的扩张性货币政策，以及更强效的德国需求”。Martin Wolf，“The Riddle of German Self-Interest，”Financial Times，May 30，2012，https：//next.ft.com/content/4fe89d8c-a8df-11e1-b085-00144feabdc0； Summers主张，“财政收缩减少了收入，限制了偿付能力。一旦将经济收缩对税收和福利支付的不利影响考虑在内，其在赤字减少方面的作用是有限的”，Larry Summers，“Austerity Has Brought Europe to the Brink Again，”Reuters，April 30，2012，http：//blogs.reuters.com/lawrencesummers/2012/04/30/austerity-has-brought-europe-to-the-brink-again/。

34. Ian Traynor and Kate Connolly，“Hollande and Merkel Clash Looms Over Euro Area Austerity，”Guardian， April 27，2012.Last accessed January 4，2016，from http：//www.theguardian.com/world/2012/apr/27/francois-hollande-angela-merkel-clash-euro area.

35. James Angelos，“Germany Warns on Currency Depreciation，”Wall Street Journal，February8，2013.http：//www.wsj.com/articles/SB10001424127887324590904578291540790587804.

36. The German chancellor Angela Merkel refers to this standoff in her TV ZDF summer interview on August 16，2015.“Angela Merkel im ZDF Sommerinterview，”August 16，

2015.Last accessed January 4 , 2015 , from http：//www.zdf.de/ZDFmediathek/beitrag/video/2468958.

37. See for example Alberto Alesina，Carlo Favero，and Francesco Giavazzi，“The Output Effect of Fiscal Consolidations，”NBER Working Paper 18336，March 19，2014；and Alberto Alesina and Veronique de Rugy，“Austerity：The Relative Effects of Tax Increases versus Spending Cuts，”Mercatus Working Paper（2013）.

第三篇　金融稳定：《马斯特里赫特条约》的继子

第九章　金融部门的作用

正如本书前几章所讨论的，《马斯特里赫特条约》的出台主要是为了货币和财政稳定。金融稳定几乎未纳入考虑范围，因为大家都认为这是理所当然的。不过由于德法两国的经济哲学不同，对于如何管理金融部门也存在不同的意见。

20世纪80年代末90年代初，《马斯特里赫特条约》尚在谈判期间，金融系统在规模上远比现在要小，集中度和复杂性都更低，风险也更小。那时，世界还没有经历20世纪90年代末东南亚金融危机带来的传染效应。即便如此，条约最初也准备赋予欧洲央行全面的监督管理权力。英格兰银行不顾强烈的抵制，尤其是来自德国央行的反对，力争实现这一点。德国经济传统一贯倾向于一个权责清晰的框架设计，而英国的集权式方式（法国也是）则偏好于统辖式的观点。此外，将目前国家层面的监管权让渡给一个中央机构，这种安排也受到一些国家的官僚政治的抵制。因此，《马斯特里赫特条约》的妥协做法是在各国监管当局之间建立相当有限的协调机制，因而欧洲央行最终也没有被赋予任何实质性的监管权。直到2007年和2008年金融危机爆发之前，几乎没有人认为这是个问题[注]。最终是欧元危机导致欧洲银行业联盟的建立（分阶段），欧洲央行成为单一监管体制的核心。

从20世纪80年代开始，由于以下几个原因，金融系统及其潜在威胁已经发生变化。首先，欧元发行后，欧元区银行的借贷活动显著增加。当时，人们认为这是令人满意的欧洲一体化进程的一部分。监管者们忽略了一个事实，即这种新增放贷的很大一部分是短期的（尤其是同业拆借），它助长了房地产泡沫，却没有增加新的投资机会。特

别是在爱尔兰和西班牙，大量银行信贷资金流入市场，主要流向建筑业和房地产业。

其次，欧洲银行的全球业务显著扩张，从美国货币市场基金获取美元计价资金。此外，大型综合性银行在全球资本市场和衍生品市场上日渐成为重要的“做市商”。这些业务扩张使欧洲银行系统的风险大大增加。由于欧洲央行无法——至少在没有美联储的货币互换信用额度（swap line）支持的情况下——为欧洲银行提供美元流动性，因此欧洲银行对美国货币市场基金美元融资的依赖，实际上又增加了另外一层系统性风险。

第三，银行体系内的交易量显著增加。在典型的银行经济模型中，一家银行从储户（存款人）吸纳资金向借款人（投资公司或家庭）提供信贷。但是，从20世纪80年代开始，这个链条开始变得相当长，银行体系几乎变成一张复杂的资金安排网。另外一个重要的趋势始于2001年，不过这是德国特有的，按照欧洲竞争法条款，一批德国州立银行将失去国家担保。德国政府成功地争取到了过渡期，因此州立银行依然可以发行国家担保债券直至2005年。于是，德国州立银行一拥而上地增加债券发行量，并将所获资金投资于美国的按揭抵押贷款证券，而其中很多债券都在2007年之后遭受了损失。

《马斯特里赫特条约》忽视了金融不稳定的大部分诱因。这种忽视源自一个错误的观点：只要中央银行能够保持价格稳定，微观审慎监管就足以保证金融系统的稳定。前文提到的实例，已经揭示了这种观点的缺陷。为了更好地理解《马斯特里赫特条约》的创始人具体在哪些方面没有考虑系统性风险，我们需要更深入地了解金融部门的经济原理。

作为本书反复出现的主题，我们将在经济思想之争的背景下解读相关的应对政策。我们将再次证明，必须从基本经济哲学角度来看待现实利益。

鉴于此，本章探讨以下问题：

●在危机的形成和发展期，银行业发生了什么变化？从面向零售储户的传统融资模式转向银行同业间批发融资模式，会产生哪些额外的风险？

●国际跨境业务在银行间短期融资中扮演了什么特殊角色？

传统银行业

全能银行

传统银行业的任务是将存款融通给借款人以及生产部门。其主要目的是消除阻碍借款人和贷款人之间直接融资的金融摩擦。从19世纪开始，法国和比利时演化出一个整体性的银行业务模式，以提供多种功能，包括吸收储蓄、提供短期融资来源、发行有价证券，以及开展长期投资。德国随后采用了比利时和法国的兴业银行模式，也就是我们后来所熟知的全能银行。大型股份制银行大约在1850年至1870年间逐渐设立，包括“贴现公司”、达姆施塔特银行（Darmstädter Bank），以及后来的德意志银行和德累斯顿银行。这些银行都与主要的德国制造企业有密切的联系，因此在德国早期的工业化进程中发挥了至关重要的作用。

在德国和法国，实际上在整个欧洲大陆，银行都在商业投资的资金供给中扮演着主要角色。相比之下，在美国，资本市场对大型公司企业来说才是更便捷有效的融资来源。2008年，据欧洲央行估计，欧元区内，银行为企业提供了70%的融资，而这一比例在美国仅为20%。注

在法国和德国，公有银行在经济生活中发挥着广泛作用。在法国，经济计划长期以来都是国家层面信贷配置安排的一部分。虽然联邦德国较少针对商业发展制定国家层面的计划，但公有银行同样发挥着重要的作用：储蓄银行（Sparkassen）由地方政府拥有，州立银行（Landesbanken）是区域性清算中心。储蓄银行有很高的公众信誉度，通常被视为向普通客户提供优质服务的银行，而且是中小型企业（通常是家族企业）主要的信贷资金来源，这些中小型企业是德国工业模式成功的一个关键因素。

货币的创造过程

银行向借款人提供贷款，与此同时创造了信贷和货币。例如，假设借款人去银行申请100万欧元的房屋抵押贷款。如果银行愿意发放这笔贷款，就会给借款人以存款的形式存入100万欧元。因此，银行的资产和负债会同时增加，本质上银行通过这一过程创造了自己的资金。银行资产负债表两端新增的部分，是以准房主的名义增加的，在放款时，可贷资金在存款人和借款人之间并没有通过中介形式连接起来。只有当房子的卖方认可买方在银行的存款为有效支付时，中介行为才间接发生，卖方这时本质上是通过银行向借款人贷出了资金。

为了让这个过程有效运作，还需要第三方，他们以商品和服务为交换接受存款（新创造的购买力）。当第三方确信他们能够安全地收回资金时，才愿意作为吸收存款的中介。为建立信心，银行需要有足够的流动性，比如储户存入的可贷资金。总的来看，银行功能的关键就是理论上无风险的标准化“借据”（IOUs），因而极具流动性。正是由于其标准化，这些借据可以简单轧差，即正头寸和负头寸可以简单地相互抵消。因此，银行借据成为一种名副其实的支付手段，换言之，一种货币。相比政府发行的货币（即来自经济系统外部），这种由金融部门创造的货币形式被称作“内部货币”。在现代经济中，超过90%的货币供给是由内部货币构成的。

流动性与期限错配

银行的特殊业务模式会带来一些严重的问题，我们可以通过其资产负债表来理解。在典型的银行资产负债表中，资产方是银行发放给客户的贷款，负债方是存款。这就使银行面临两个挑战。第一，贷款是有风险的，而存款应当是安全的。这种不匹配使银行需承受违约风险，即信用风险。第二，贷款通常来说是长期的，而存款可以在任何时间从银行提取，且不需要事先通知，银行因而要承担期限错配风险。第三，银行必须提供流动性转化（Liquidity transformation）。银行负债具有极高的流动性，而资产几乎没有流动性。

区分三种流动性概念非常重要。第一是市场流动性，即资产可以很容易变现而不会面临大幅度的价格损失。第二是技术流动性，是指投资项目在其生命周期中的任何时点变现的难易程度。第三是资金流动性，指的是资金安排的期限和稳定性。在三种维度下，银行存款都具有极高的流动性。相反，银行长期项目融资贷款可能具有较低的市场流动性和技术流动性。因此，银行面临着资金流动性风险：如果所有的存款人同时要支取存款（因为存款被视为具有流动性），那么，银行即使实质上具有偿付能力，也可能无力偿付（因为银行持有的贷款不具备流动性）。这就是缺乏流动性和缺乏偿债能力之间的区别，与我们在第七章中关于政府债务的讨论相类似。

银行怎样才能降低这些风险呢？首先，银行通常会给许多借款人贷款。如果信用风险不完全相关，比如所有的借款人不会同时违约，那么个体借款人的部分风险会相互抵消。银行通过向不大可能同时违约的借款人放贷可以分散非系统性风险。其次，银行可以通过增加稳定的资金，例如权益资本或长期负债，来降低负债方的融资流动性风险；通过持有安全资产，比如风险极低、市场流动性及技术流动性极高的现金及中央银行储备，来降低资产方的融资流动性风险。现代典

型银行的负债方由权益和存款组成，资产方包括以现金和储备形式存在的安全性资产以及贷款（见图9.1）。

资产端	银行 负债端
贷款	存款（内生货币）
安全资产	股权

图9.1　典型传统银行的资产负债表

银行可以减少信贷风险和流动性风险，但是不能彻底消除风险。考虑到银行业务模式的核心是风险，我们可能会问，为什么储户不跳过中间人直接向借款人贷款，而是选择将资金存入银行呢？答案是，总体来说，银行在贷款方面比个人储户做得更好。首先，银行更容易鉴别项目是否值得投资。这背后的逻辑，正是经济学家们所说的信息不对称：借款人比任何单个贷款人都更了解他们的项目，但专业的贷款人，比如银行，可以减少信息不对称。其次，相比单个贷款人，银行依靠其专业经验，更容易强制要求借款人偿付债务。最后，银行可以向许多不同的借款人放贷，更容易分散非系统性风险。

现代银行业和资本市场

对英美银行的最初谴责

现代银行的发展已经远远跨越了传统的银行业模式。欧洲大陆所谓的“英美金融资本主义”从20世纪90年代开始显著扩张，银行不再仅仅通过负债方存款来融资，而是持有复杂的结构性金融产品，资产方则保留着普通贷款。最初，欧洲的许多政治家把金融危机视为美国独有的现象，甚至是“英美金融”历史的终结。德国和法国决策者以及大部分公众认为，他们的银行体系与英美不同，他们的银行体系旨在服务于整体经济，而不像英美银行业那样，从事短期的投机活动。

早在金融危机之前，政治家们就已经在讨论金融资本主义了。在20世纪90年代早期的货币危机中，人们对投机者的行为普遍感到愤怒，比如乔治·索罗斯，他庞大的赌局被认为在一定程度上导致英国退出欧洲汇率机制。法国财政部部长米歇尔·萨潘，将现代货币投机者比作法国大革命时期被推上断头台的“投机分子”。他在1993年1月警告称，如果继续这样下去，他们终将“为自己的错误付出代价”。2005年，时任德国社会民主党主席的弗朗茨·明特费林（Franz Müntefering）把金融投资者——私募股权和对冲基金经理——比作“蝗虫”，他们把健康的企业蚕食殆尽。这样的评价引发了一场论战，甚至连德国经济顾问委员会都在讨论现代投资者的“社会冷漠症”。2008年9月雷曼兄弟宣布破产后不久，当时的德国财政部部长佩尔·施泰因布吕克（Peer Steinbrück）认为，存在病症的并不仅仅是美国，其他国家同样面临挑战，尤其是金融系统早已美国化的英国。施泰因布吕克认为，问题的根源在于市场参与者过度信赖早已全球化的美国金融机构所推广的复杂金融工具。他当时评论称：“金融危机首先是一个美国问题。欧洲大陆其他七国集团成员国的财政部部长都同意这一点。”[注]

我们将看到，对所谓“英美银行”模式的批判，忽略了一个事实，那就是，欧洲的银行已经超越美国的银行成为全球最大的参与者，它们依靠短期批发债务融资来投资于复杂的有价证券。

按市值计价资产和批发融资

现代银行业在许多重要方面不同于传统银行业[注]。在资产负债表的资产方，很大一部分资产是按市值计价（marked-to-market）。银行持有的证券化资产的比例超过了单纯的贷款。资产证券化将许多贷款（通常是抵押贷款）注入一个大的资产池，试图通过分散化来消除非系统性风险，并将基础资产，即贷款的未来还款收益，拆分成不同的债权，然后再将这些债权出售给其他金融机构。总的来看，相比于将所有发放的贷款都保留在资产负债表内的传统银行，现代银行业按市值计价的资产份额要大得多。因此，现代银行会迅速出现损失，同时在必要时，还得依赖其他金融机构购买其证券化资产的意愿。

在负债方，现代银行也在存款人或权益股东之外找到了新的融资来源：批发融资市场。现代银行主要通过两个渠道从其他金融机构获得资金，而不是吸收储蓄存款。一个渠道是银行间无担保短期拆借市场。相比普通储户，其他金融机构掌握更充分的信息（或至少他们认为是这样），因此，一旦它们怀疑对手方面临还款困难，就会远早于普通零售储户撤回资金。第二个渠道是"回购协议"，即售出并购回的协议。银行暂时将其有价证券卖给其他金融机构，约定一段时间后再将这些证券以事先约定好的价格购回。证券卖出和买回的差价为协议利率，即回购利率。很重要的一点是，回购协议对贷款人来说是很安全的，是"类货币"。事实上，他们确实被包含在常规的广义货币M3之中。[注]

债券回购协议的"货币性"有三个重要特征。第一，回购协议销售的有价证券价格低于市场价格，中间的差价即折扣或称保证金（贷款人持有的安全缓冲资金）。回购协议是一种抵押贷款合约，贷款金额即抵押资产的价值减去估值折扣或保证金。作为批发融资的借出方可以随时要求提高保证金，因此借入方银行面临融资风险。第二，回购期限较短，因此需要频繁展期。其结果是，作为一种融资来源，回购

可能迅速消失。第三，回购协议享有比活期存款和银行间无担保贷款更高的优先级，因此，传统的无担保资金提供者的稳定性也降低了。

一言以蔽之，批发融资比存款资金更不稳定。因此，现代银行的融资风险也比传统的银行更大。

关于现代银行体系的最后一个重要结论是，它放大了资产价格周期。假设某一资产的价格上涨，由于现代银行的资产是按市值计价的，可以立刻实现损益。潜在抵押品价值的上升使银行更容易在回购市场获得批发融资。于是银行有了更大的放贷空间，贷款成本下降，资产需求上升，价格进一步上涨。一段时间内，这个过程看起来好像能够不断地带来繁荣。但是，这就像一根橡皮筋被逐渐拉伸，压力积聚，直到橡皮筋绷断，（回购）市场最终也将崩溃。

德国州立银行和法国银行

当美式金融问题在美国本土出现时，德国和法国的公众极其愤慨。法国的银行变得十分依赖来自美国货币市场基金的美元融资。在德国，州立银行也开始面临一些成本高昂的难题[注]。公有银行，例如德国州立银行，都成了现代银行体系中的活跃参与者。这些银行存在独特的委托代理问题：由于公共部门承诺给它们的风险兜底，银行经理们有动机承担过度的风险以获得短期利润。在1997—1998年的亚洲金融危机期间，受韩国财阀影响的正是这些德国州立银行而不是大型私人银行。危机的后果直接推动了公有银行的私有化进程，迫使他们服从市场纪律的约束，但隐性的担保仍然存在。

21世纪头10年，德国州立银行通过离岸载体（主要位于爱尔兰）大量参与美国次贷市场。萨克森州立银行和普法尔茨州立银行需要公共资金救助，其后被并入相对稳健的巴登符腾堡州立银行（更专注于传统中小企业）。另一家州立银行，西德意志州银行，申请了80亿欧元的援助资金。德国工业银行（IKB bank），一家曾经根植于服务公

共部门，但也鼓励为中小企业提供融资的银行，也在2007年被救助，而后被出售给一家私募股权公司。巴伐利亚州立银行的风险总监格哈德·格里布科夫斯基（Gerhard Gribkowsky）成为全球为数不多的受危机影响而锒铛入狱的银行家之一。据估计，德国70%的损失是由这些公有银行造成的，另外20%的损失来自慕尼黑裕宝地产控股公司（以下简称裕宝地产）。裕宝地产是裕宝银行于2004年成立的一家“坏账银行”，而裕宝银行本身又是在1997—1998年由巴伐利亚抵押汇兑银行与巴伐利亚联合银行强制合并而来，这一合并是为了掩盖萨克森州裕宝银行的损失。合并由巴伐利亚州政府主导，政府拥有合并后10%的股份。注

银行破产、被救助，以及2008年1月法国兴业银行魔鬼交易员的大量投机交易导致损失事件浮出水面，对欧洲来说是一段痛苦的政治经历。这些事件使欧洲开始呼吁银行应该回归它们的传统职能，扭转20年来金融业的“美国化”趋势。在金融危机的巨大冲击和影响下，欧洲各国政府被迫站在一直强调职责“重要性”的德国传统一边。

但奇怪的是，相比私人部门，对公有银行的关注却少了很多，而公有制和国家管控被广泛认为是应对危机的合适方式。这一政治新气象体现为总理默克尔和德意志银行行长约瑟夫·阿克曼（Joseph Ackermann）之间的关系发生了变化，阿克曼的公共形象就是致力于推动德意志银行追求高收益和转向投行业务。在金融危机早期，阿克曼是默克尔总理的主要顾问。2008年4月22日，默克尔在柏林大使馆为阿克曼举办了一场精心设计的（当然是花纳税人的钱）生日晚宴。到了2009年，这段关系变得紧张起来，因为德意志银行把抵制政府按照美国模式（由财政部部长保尔森直接迫使最大型银行都参与这一行动）向所有银行注资视为名誉攸关的问题。不仅是默克尔总理感受到这一点：在公共讨论中，阿克曼和德意志银行成了德国故事中的主要反派角色，即使德意志银行没有直接花费纳税人的钱，但是其规模意

味着，如果真的出现任何问题，对纳税人来说救助成本都将是极其高昂的。

跨境资本流动和银行同业拆借市场

最初的资本流动和利率的收敛

1999年货币联盟的成立消除了汇率风险。后来，在欧元区内借款给外围国家（包括西班牙、葡萄牙、爱尔兰和希腊）和银行，都被看作与借给核心国家一样不再有风险。20世纪90年代早期到中期，欧元区内长期利率的趋同化就已开始，随后有所加速。图9.2显示了在过去20年里十年期政府债券的投资收益率，同时也表明了欧元区内的这种发展趋势。



图9.2　十年期政府债券投资收益率

资料来源：彭博数据库。

从21世纪初开始，资本从核心国家流向外围国家，早在20世纪90年代中期就已经形成并开始加速。有趣的是，这不仅仅发生在欧元区：西巴尔干半岛国家、阿尔巴尼亚、波斯尼亚、黑塞哥维那、克罗地亚、前南斯拉夫共和国、马其顿、黑山共和国以及塞尔维亚，其中大部分甚至不在欧盟之内，却都经历着相似的资本流入，并伴随着巨大的经常账户赤字和强劲的经济增长。直到2008年，大问题随之出现。注

大部分资本流动都是短期信贷流动，包括跨境批发资金，即银行同业拆借。为了更清晰地描绘这种资本流动的主要趋势，我们接下来分别以德国和西班牙作为核心国家和外围国家的代表，来描述这种程式化现象。西班牙银行从国内存款获取部分资金，在危机前几年，德国的金融机构（银行或货币市场基金）为它们的西班牙同行提供了额外的短期廉价批发资金，其中大部分是通过银行间拆借市场。于是，西班牙银行就能及时向国内借款人（尤其是房屋所有者）发放更多贷款，而且通常是以浮动利率［典型的浮动利率是以“伦敦银行同业拆借利率”（LIBOR）/“欧元银行同业拆借利率”（Euribor）为基础再加上一些固定的附加费］。借款资金又被部分地用于购买德国产品：比如说，假设西班牙借款人购买德国的器械，例如电梯或洗碗机，其支付的资金又从西班牙银行流回德国金融系统，最终被用于支付德国工人的工资。图9.3描绘了这一典型的资金流动过程。

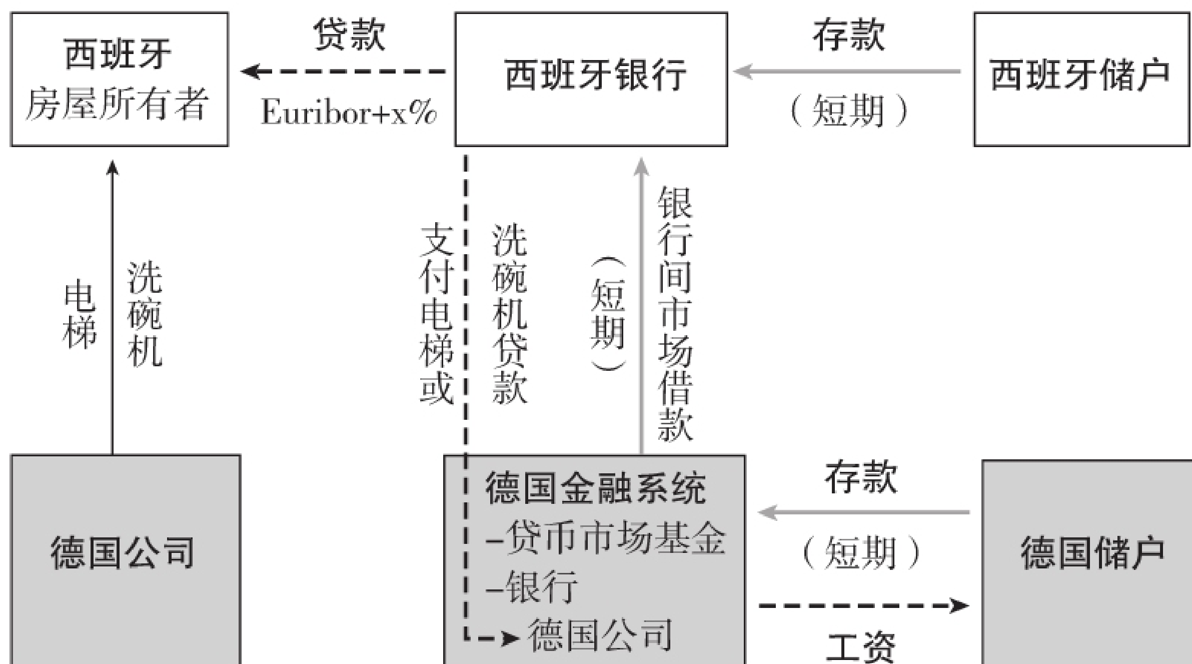


图9.3　德国和西班牙间的资金流示意图

这个典型的例子能够帮助我们理解西班牙和爱尔兰的房地产泡沫。爱尔兰从20世纪80年代后期，就开始享受强劲的出口增长，并在20世纪90年代中期进一步加速，这一时期爱尔兰的经济因此获得了“凯尔特虎”（Celtic Tiger）的绰号。出口增长转化成了活跃的经济活动，爱尔兰房地产持有者普遍认同经济的安全性。再加上由于货币联盟造成的名义利率和实际利率的双低，房地产的需求显著扩张，而房地产供给扩张则相对滞后。对房价持续上涨的预期，又引发了对房地产的投机性购买，进一步抬升了房价，建筑业一片繁荣。就像任何东西一样，价格很快就远离了资产的基本价值。信贷扩张是通过爱尔兰银行大规模地举借外债来融资的。在2008年夏天，爱尔兰银行系统也因此变得极度脆弱，资产方过度集中于国内房地产市场，而其负债方受制于国际银行间借贷。

西班牙的故事与爱尔兰惊人地相似：一个总体繁荣的经济、推动房屋拥有率的政策倡议、有利的人口环境，以及由利率趋同所带来的低借款成本，所有这些都对其国内房地产需求起到推波助澜的作用。

就像在爱尔兰一样，这些有利的基本面导致价格只会继续上涨的预期；随后投机性的购房开始，房价也开始偏离看似“合理的均衡价值”。实际上，直到2006年，房价每年的平均增幅都超过了10%，在1997年到2008年之间总体上几乎涨了3倍。就像爱尔兰一样，绝大多数房地产投资是通过国内银行业提供的信贷来融资的。在西班牙银行业中，一个重要的参与者是西班牙储蓄银行（cajas）——一种小规模的储蓄银行，其总资产占市场份额从1980年的20%左右上涨到2010年的40%左右。关于西班牙储蓄银行，有两件事我们必须了解：第一，这类银行的信用扩张主要是面向繁荣的房地产行业（远超过其他西班牙银行）。第二，随着时间推移，这类银行变得越来越依赖银行同业拆借市场获得融资。因此，我们可以看到它们有着和爱尔兰银行业同样的缺陷（在资产方面和流动性方面）。

短期融资的突然停止

随着2007年全球金融危机开始初现端倪，向欧元区外围国家的跨境资本流动（尤其是流向爱尔兰和西班牙房地产行业）戛然而止。回到图9.3的例子，当德国银行拒绝为西班牙银行的短期融资展期时，银行间同业拆借市场冻结了。西班牙银行之前为其客户发放了大量的长期贷款，因此，它们立刻面临巨大的流动性短缺。由于当时借款给西班牙银行变得风险非常大，同业拆借利率飙升（包括伦敦同业拆借美元利率和欧元同业拆借利率）。德国银行担心西班牙银行的偿债能力会出现问题，因此将它们的超额资金存入欧洲央行。西班牙银行在来自银行同业间市场的资金来源被切断后，试图以贷款和其他资产作为抵押品从欧洲央行获得资金。换句话说，欧洲央行成为向西班牙银行提供资金（有风险的）的中介，同时为德国银行提供了一个安全的资金港湾。这一融资活动导致欧元体系内“泛欧自动实时全额清算快速转移系统”（TARGET2）[注]的不平衡。

实际上，很多评论认为，欧元区当前面临的困境应该被解读为经典的收支平衡危机，资本从经济较弱的欧元区外围国家流出，流入经济更加强劲的核心国家。但是如果这么解读的话，为什么美国没有发生类似的收支平衡危机呢？毕竟，美国也有一些州受到房地产泡沫破裂的严重打击（比如佛罗里达州和亚利桑那州），而其他州受到的影响较轻。事实上，美国国内没有经常账户和资本账户记录贸易和资本流动，那么为什么这样的流动在欧元区内会如此重要呢？

跨境与国内信贷流动

欧洲央行前行长让-克洛德·特里谢一直坚持认为，欧元区应该被视为一个整体来对待和考虑，例如在七国集团和二十国集团框架内。这意味着，欧元区内的跨境信贷流动其实和一国国内的信贷流动相类似。确实，在单一货币区内，不存在汇率的不确定性，而汇率风险会影响资产负债表，引发经济危机。欧元区看似消除了导致不稳定的一个重要因素。但是，这又引出了另外一个问题：为什么单一货币区内的跨境信贷流动会造成金融不稳定呢？

是由于欧元区内的跨境资本流动大部分是短期的，因而突然逆转会对整个资金安排造成影响吗？然而，一国国内的融资通常也是短期的，这并非跨境资本流动的特性。欧元区内的跨境资金流动的第二个重要方面是，大部分融资采取了银行间批发融资的形式。由于这样的资金结构，流入欧元区外围国家的资金可能会迅速枯竭，急速逆转。但是，这也不能算是国际资本流动的特质，因为大多数国内融资也是银行间、批发性的。举例来说，北岩银行是一家在2007年遭遇银行挤兑的英国银行。它依赖于批发资金，恰恰是这种依赖使北岩银行变得极易受到挤兑的打击。其他英国银行也依赖批发资金，但是，更大型的银行拥有可以获得欧洲央行流动性支持的欧洲分支机构，这些子公司在英格兰银行出于道德风险考虑而不愿提供流动性时，可以使用欧洲央行的流动性。

就因为在货币联盟内的跨境资本流动可能会导致低效投资和不合理的资金配置，所以就需要特别关注吗？流向欧元区外围国家的资金，为额外消费提供融资（比如在希腊和葡萄牙），或者为生产非贸易产品的生产率低下部门的投资提供资金（例如西班牙和爱尔兰的建筑行业）。因此，这些额外资金只能使经济短期加速，同时或许还伴随着对生产率的长期损伤。这个模糊的结论与良性的趋同理论形成鲜明对比，趋同理论曾在欧元危机开始前广泛传播，并作为资金从核心国家流向外围国家的基本理论依据。根据这一理论，资金之所以涌向外围国家，仅仅是因为其投资机会更加有吸引力；资金流动加速了外围国家经济的奋起直追。然而，观测到的生产率趋势揭示了这一理论的致命缺陷。

同样，资金的不合理配置也会发生在一国国内，例如两德统一初期。20世纪90年代早期，资金从德国西部大量流入东部，带来了后统一时期建筑业和房地产业的繁荣。而后，这些贷款大部分变成了坏账。例如，德国裕宝银行在其中扮演着十分活跃的融资者角色。而到了20世纪90年代后期，它被迫与巴伐利亚联合银行合并，几年之后，其不良贷款大部分被剥离至新成立的坏账银行——裕宝地产公司。在此之后，裕宝地产公司自身也陷入困境，到了2008年，德国纳税人不得不对其进行救助。

到目前为止，我们还不能对为什么要特别关注国际资金流动给出真正令人信服的解释，或者至少解释清楚为什么比境内资金流动更需要关注。美国作为一个单一货币国家，并不对资本和贸易流动进行跟踪的做法，应该同样适用于欧元区。但是，这一观点实际上过于草率。相反，从另一个角度来看这个问题或许更有帮助：从经济学的角度来说，应该如何来区分单一货币区域内的一个国家和某一国家内的一个地理单位?

在传统的凯恩斯经济模型中，国家被定义为有着共同的物价和工资刚性的区域。而事实上，在欧元危机逐渐显现的头几年，我们看到欧元区内各国出现通胀率和工资增长的巨大分化，欧元区外围国家的物价增长远远超过了核心国家，尤其是德国。流向外围国家的资金，主要为非贸易品（尤其是房地产行业）和消费（包括公共部门和私人部门）提供资金，从而推动了国内工资的上涨，但并没有改善其国际竞争力。由于欧元区内汇率是给定的，对外围国家来说，在工资、通胀分化的趋势下，竞争力实际上受到了损害，也就是说，与核心国家相比，外围国家的单位劳动力成本显著上升了。竞争力上的分化，被暂时的GDP水平趋同趋势所掩盖。需求推动又加速了欧元区外围国家的资金向低生产率部门的不合理配置，也就是我们在第四章所讨论的沃尔特斯批判。

重要的是，跨境资本流动和国内信贷流动之间还存在两个不同之处。首先，在一个国家内，与资源的不合理配置以及不当投资相伴随的财政资源分配可能是清晰的，而在单一货币区内则并非如此。在21世纪初期，低利率的信贷资金流动实际上为欧元区外围国家及其政府提供了有效的补贴，这在《马斯特里赫特条约》签署时是意想不到的，但同时对整个欧洲来说确实在积聚风险。当风险显现时，令人痛苦的问题就不可避免地浮出水面：谁该为这些过去的补贴买单？其次，各国政府的政策应对，通常都会将国家利益摆在货币联盟的利益之前。第十一章将解释不协调的国家刺激政策如何只是试图将损失推给他国，从而实质上造成危机的恶化而不是缓解。在此之前，第十章概述了放大机制以及各国的危机管理工具。

---

1. TARGET系统指的是“泛欧自动实时全额清算快速转移系统”，2007年11月，欧洲推出了新一代TARGET2系统，旨在实现欧洲支付系统的一体化。——译者注

2. 有一个著名的例外就是来自伦敦经济学院的货币专家Charles Goodhart。

3. ECB，Monthly Bulletin，April 2009.See also Sam Langfield and Marco Pagano，“Bank Bias in Europe：Effects on Systemic Risk and Growth，”Economic

Policy，31（85）（2016）：51-106.Last accessed January 23，2016，from http：//economicpolicy.oxfordjournals.org/content/31/85/51.full？ijkey=hn1dRzXNYnT1zpa & keytype=ref.

4. “U.S.Will Lose Financial Superpower Status：Germany，”Reuters，September 25，2008，available at http：//www.reuters.com/article/us-financial-germany-steinbruecknews-idUSTRE48O2L020080925.

5. 更多细节描述，参见the teaching notes by Brunnermeier and Reis，“A Crash-course on the Euro Crisis”（2015），Working Paper，Princeton University.http：//scholar.princeton.edu/markus。

6. 然而，请注意，银行通常会在账面上保留一些剩余风险，确保它们仍然保持一些“风险共担”。

7. See for instance Anat Admati and Martin Hellwig，The Bankers' New Clothes（Princeton，NJ：Princeton University Press，2013）.

8. Harald Hau and Marcel Thum，“Subprime Crisis and Board（in-）Competence：Private vs.Public Banks in Germany，”Economic Policy，vol.24（60）（2009）：701-51.

9. See European Economic Advisory Group，“The EEAG Report on the European Economy 2016：What next？”Munich：CESIfo，2016.

第十章　金融危机：发生机制及管理

正如前文所述，银行系统由传统向现代转变——银行债权关系的网络化、冗长的中介链条，以及依靠国际批发资金市场融资并按照市值对资产计价——使欧洲银行系统面临额外的风险。这些风险因各种负反馈循环螺旋式不断地被内生放大。在这一背景下，风险和关联性不断增加，欧洲金融体系最终未能很好地应对2007—2008年全球经济危机的影响，也就不足为奇了。整个欧洲大陆的银行，特别是德国（州立银行）和法国的银行，由于对美国次级贷款有直接风险暴露而受到了冲击。比直接风险暴露更致命的是二级市场的间接渠道，即欧洲银行业在银行间批发融资市场的过度风险暴露带来的影响。随着这些市场冻结，银行无法对其短期批发融资进行展期，所以被迫减少贷款。在爱尔兰和西班牙，这种信贷供应的突然减少导致房地产泡沫的破裂，金融困境因此迅速弥漫开来，经济活动下降。由于危机前拥有更为严格的监管框架以及危机早期阶段的监管容忍，西班牙的一些储蓄银行得以比爱尔兰的同行们多支撑了一段时间。

随着欧洲金融系统越来越脆弱，政策制定者试图通过救助本国银行以阻止其负面影响蔓延至实体经济。引人注目的例子是爱尔兰对爱尔兰联合银行（Allied Irish Bank，AIB）和爱尔兰银行（Bank of Ireland）的资本重组；德国对德国工业银行、裕宝地产、西德意志州银行、德国北方银行（HSH Nordbank）和德国商业银行的救助；法国联合比利时介入德克夏银行（Dexia）；多家西班牙储蓄银行被迫合并。许多成员国的政府债务飙升，政府财政的可持续性很快受到质疑。如果没有可靠的财政支持，本国银行业的健康就会成为问题，从而导致银行—主权债务之间的恶性循环。

在这种危机四伏的环境下，金融机构试图通过投资适当的安全资产以减少风险头寸。雪上加霜的是，德国政府债务——而不是整个欧洲范围内的资产——被投资者视为安全资产，从而导致欧元区内部巨大的资本流动，进一步恶化了欧元区外围国家的情况。由于单一主权国家无法继续维持自身金融系统的稳定，使区域性救助成为必然选择。在德国和法国经济哲学中经典的“流动性—偿付能力紧张关系”的背景下，针对外部救助的争论应运而生。塞浦路斯的案例是这些紧张关系的最好说明：为避免危机传染而采取了一连串看似永无止境的救助行动，被此激怒的德国政策制定者宣称“如果塞浦路斯（风险）是系统性的，那么一切都是系统性的”，并迫使银行的私人债权人（即储户）承担银行重组的部分成本。塞浦路斯采取了自救方案，而不是外部救助。

银行业经营活动的减少降低了信贷和货币增速，导致低通胀的环境。部分政策措施是激进的、非常规货币政策手段，包括从2015年初开始的“直接量化宽松政策”，即央行购买主权债券。我们可以看到，对这一政策的反应再次展示了德国和法国观点的不同。

具体而言，本章探讨以下问题：

●主权政府偿付能力和流动性的区别是如何传导至银行的？德国和法国在识别是偿付能力问题还是流动性问题方面的差异是否扩展到了银行业?

●将小冲击转化为大混乱的放大机制和负反馈循环是什么?

●风险是如何发展成系统性的？风险如何波及其他银行、部门以及国家？关于各类风险传染的严重程度，德国和法国观点有何不同?

●金融部门的问题如何波及主权政府，主权政府的问题又如何波及金融部门?

●这些反馈循环和螺旋式扩大如何影响银行的货币创造过程？它们是否降低了通胀并给债务人带来进一步的挑战？

●什么样的货币政策和监管政策手段能够减轻或放大溢出效应？从长期来看，这些手段的道德风险成本是什么？

●危机期间，什么样的财政和自救（估值折扣）措施可以成为正确的政策组合要素？还有哪些其他事前的政策措施有助于避免未来的危机？

●关于政府或央行是否需要重组银行业的争论，是否会带来第二次懦夫博弈？

金融危机的机制

在应对金融危机产生的后果时，欧洲的政策制定中存在明显的分歧。法国持续不断地推销其观点，认为欧洲应当跟随美国采取类似措施，积极使用纳税人资金支持银行，集中精力处理眼前的问题。与此同时，德国采用了“无清偿能力”的观点，认为危机前跨境资本向外围国家已流出过多，并专注于避免未来的危机。法国主要关注当前，而德国则关注过去和未来；法国认为不解决当前的问题将使未来变得更糟糕，而德国则担心专注于解决眼前问题将会使未来更糟糕。为了更清楚地理解这种理念上的差异，我们需要回顾一下现实金融危机机制中的一些细节。

银行能够帮助生产性部门筹集资金并为投资者创造安全资产。然而，正如前面各章中讨论的，银行在本质上是脆弱的，并面临挤兑风险。当前资产证券化和依赖批发融资的趋势与跨境资金流动相结合，加剧了银行的潜在脆弱性。在本节中，我们将描述以下机制进而来解

释小冲击是如何：（1）通过螺旋式变动放大成大冲击，（2）波及整个银行体系，（3）导致银行和主权国家风险之间的恶性循环。

流动性和通缩螺旋

在没有央行或政府干预的情况下，即使对最终借款人偿还能力的微小冲击，也可能大大削弱金融体系。[注]为了更好地理解这一情况，我们将这种冲击分解为四个步骤。第一步是负面冲击对最终借款人偿还贷款能力的直接影响。这一冲击的直接结果是银行资产价值的下降。如果银行资产负债表大部分以市值计价，这种下降会更明显。作为一个简单的会计问题，以欧元计价，任何给定的银行资产减值——在负债固定的情况下——必然伴随着资本同等规模的减值。但由于银行的资产通常远大于资本，故资产价值下降的百分比远低于资本下降的百分比。因此，银行的杠杆率会直线上升。

这就导致第二步：银行的反应。因为银行的“借据”仍被认为是安全的并可以作为内部货币，银行需要将杠杆率降至可接受的水平。银行想把杠杆率降低到何种程度，这与其资产负债间流动性错配的严重程度息息相关。在实践中，降低杠杆率几乎总是意味着收缩资产负债表（而不是筹集资本）。因而，银行将采取以下两种行动：（1）减少新增信贷的发放和（2）试图出售已有贷款。就新增信贷而言，信贷供应的减少损害了所有现有和潜在借款人的利益，既包括满怀希望的居民也包括企业部门。简而言之，我们遭遇了名副其实的信贷供应紧缩。在欧元区危机中，信贷增长率极低（见图10.1）。



图10.1　欧元区信贷增长

资料来源：欧洲央行。

由于供应链内部的连锁关系，信贷供应的减少将无缝转化为信贷需求的下降：如果供应链中的一家企业遭遇信贷供应减少并缩减产量，供应链中的所有企业都会缩减产量从而导致信贷需求下降。新增信贷供应的减少同样降低了其他人的信贷需求，并直接降低了整体经济增速，从而进一步损害借款人的还款能力。我们再来看另一个行动：出售已有贷款。这种出售是有问题的，其他银行由于自身也处于过度负债状态而不愿意购买这些贷款，因此最后的潜在买家只剩下储户。由于储户既不能像银行一样通过借款人多样化分散风险，也不能追索贷款，所以储户不愿意为这些资产支付太多。因此，资产价格将会下降。

第三步和第四步描述了由银行反应带来的螺旋式放大效应。这两个步骤背后的基本逻辑是博弈论学者所谓的策略性互补（strategic complementarity）：例如，其他银行缩减资产负债表规模的力度越大，单家银行也会更倾向于缩减资产负债表规模。这反过来又增加了其他银行进一步缩减资产负债表规模的激励，以此类推。作为一个群体，最终所有银行都变得更糟。至关重要的是，如果策略性互补的影

响足够大，可以有多重均衡。然而，即使没有任何不利的潜在冲击，仅仅是对银行无力偿还的担忧就会立即引发大规模挤兑，从而将经济推向一个“坏的均衡”。在大萧条期间就发生了这种动态变化，罗斯福深谙这一点，他在1933年的总统就职演讲中说道：“我们唯一需要恐惧的就是恐惧本身。”总而言之，策略性互补导致负反馈循环并通过金融系统传播。现在让我们详细研究第三步和第四步。

流动性螺旋

第三步是“流动性螺旋”。这种流动性螺旋实际上有两种变体，其中的第一种被称为“损失螺旋”。随着银行迫切降价出售存量贷款，资产出现贬值，资本进一步下跌，致使银行急于降价出售更多贷款。这个螺旋的严重性与银行按照市值计价的资产比例息息相关。事实上，如果负反馈循环足够强大，这些降价出售行为会导致资本缩水程度远高于资产缩水程度，最终杠杆率不会下降，从而出现一个自掘坟墓的去杠杆化悖论。在现代银行系统中，还有第二种不同维度的流动性螺旋，被称为保证金（或估值折扣）螺旋。首先要注意的是，在危机期间，融资的流动性恶化。借款人担心其现有的短期无担保债务无法展期，即使可以，条件也更为苛刻。对于抵押融资，例如回购融资，估值折扣会上升，如价值100欧元的抵押资产现在只能抵押融资80欧元而不是95欧元。其结果就是，金融机构不得不进一步去杠杆化。其次，如果银行不愿意发行新股，其唯一方法只能是出售资产。但由于银行都在出售资产，导致价格进一步下降，以及波动性和不确定性增大，这又证明了提高估值折扣的合理性。

通缩螺旋

最后，第四步是“通缩螺旋”：随着银行出售贷款并减少新增信贷发放来缩减资产负债表规模，负债端也随之收缩，即创造（内部）货币的规模减少了。因为外部货币供应被假定是固定的（无央行干

预），内部货币供应的下降意味着货币总供应量的下降。此外，由于银行的中介行为减少，风险无法得到有效分散，货币需求将会上升。企业和居民不得不面对更多的非系统性风险，从而出于预防性原因需要更多的货币。货币供应的减少和货币需求的增加会导致通货紧缩压力。也就是说，通货膨胀低于预期通胀水平并低于通胀目标。货币相对于预期水平升值，银行负债方的实际价值（通胀率调整后）随之上升；归根结底，银行亏欠储户货币。货币实际价值的提升进一步侵蚀了银行的资本，迫使银行更多地折价出售资产。简而言之，流动性和通缩螺旋相互反馈，形成恶性循环。

即使在德国，其通货膨胀率也很低迷，低于欧洲央行的通胀目标。爱尔兰银行在雷曼兄弟倒闭后的早期受到冲击，通胀率下降，甚至在2009年转为负值。希腊危机最初主要是财政（政府债务）危机，其通胀率于2012年末银行业日益受损之际大幅下降。西班牙的通胀率从2011年的3.1%，下降到2012年的2.4%，2013年降至1.5%。2014年通胀率变为负数，为-0.2%，2015年为-0.6%。

审慎悖论

综上所述，负面冲击同时影响银行资产负债表的资产方和负债方，银行的应对措施又导致两个危险的螺旋。每个银行出于微观审慎的目的都试图降低杠杆率，而与之矛盾的是，经济体的总体（内生）风险上升。所谓“审慎悖论”（Paradox of Prudence），即微观审慎行为导致宏观不审慎的结果，类似于凯恩斯的“节俭悖论”[注]。传统的节俭悖论是关于储蓄和消费水平的——在第八章中有讨论，每个人都试图储蓄更多，最终将导致整个宏观经济的储蓄更少。而新的节俭悖论是关于风险的，每家银行都试图降低风险，却导致总体上宏观风险更高。

非金融部门中的螺旋

不只是银行因资产负债表收缩而遭受损失，前文分析中曾经提及的最终借款人也面临类似的问题。通常他们的杠杆较高，因此在信贷供应减少后，他们也不得不折价出售资产。高经营杠杆（固定成本与变动成本比例较高）的企业受到的冲击尤为严重。在危机时期，就像银行一样，借款人的资本型货物缺少买家，因此价格可能大幅下降。经济体中越专业化生产的部门，也即用于特定生产目标的资本的专有程度越高，面临的负反馈循环越危险。举例来说，飞机和特别订制的机器只能以很大的折扣卖给其他企业，而更为一般性的纺织类机器由于更具替代性，因此较易于出售。

另一个阻碍增长的原因是：因为最终借款人急于偿还债务，即使可以获得融资，他们也会放弃更有吸引力的项目。简而言之，借款人的预期回报率——做出特定投资项目或消费决策时所要求的回报率——在危机期间有所上升。债务实际价值增加并侵蚀借款人财富的通缩螺旋放大了所有这些影响。当然，在历次危机中，负债最多因而受这些螺旋影响最大的部门各有不同。例如，在日本“失去的十年”中，非金融企业部门深陷泥淖，而在近期的美国，不堪重负的购房者受到前述负反馈机制的冲击最大。西班牙和爱尔兰很大程度上重蹈了美国的覆辙；在意大利，构成该国经济核心的家族企业遭受重创。

系统性风险：溢出风险

总的说来，所有这些负面放大机制意味着小冲击可能转化为大的经济衰退。但是，小冲击的放大影响并不是金融经济面临的唯一问题，其中还有大量的传染风险，即关联性和溢出效应，表现为特定时间点系统性风险的跨部门传染；测量和控制这些溢出效应是新宏观审慎政策目标的一部分。由于金融业与实体经济之间以及金融业与政府之间的联系，危机可能很快传遍整个系统。货币联盟成员国之间的经济联系也有相似的效果。

这种部门内部及跨部门的潜在负面传染作用，是目前关于金融机构大而不能倒、相互关联而不能倒或大而无法救的宏观审慎政策讨论的核心。当然，法国和德国在这场争论中持不同立场。法国哲学对刚刚提到的恶性循环十分重视，所以呼吁在危机时期积极干预来阻断放大效应和传染效应，以协调合作达成“好的均衡”。法国观点认为这是支持外部救助的有力论点，即使问题的本质可能在于偿付能力不足。另一方面，德国哲学更关注道德风险问题，担心现在的干预可能为未来的危机埋下祸根。

对传染的恐慌情绪也是国际货币基金组织改变政策的原因。国际货币基金组织在参与2010年的希腊救助计划时，在债务可持续性远远无法确定的情况下，不得不放松自身规则。如我们将在第十四章中进一步讨论的，国际货币基金组织引入了“系统性豁免”规则，即由于担忧风险可能外溢至其他国家，放松对债务可持续性的常规保障措施。这些顾虑很大程度上反映了法国的观点。人们有时认为德国的立场十分虚伪，而且事实上，2010年5月的救助计划拯救了德国和法国的银行。德国政府于2008年金融危机后，立即实施了一项在政治上颇受诟病的4800亿欧元的银行救助计划，致使德国政府无法直接救助银行业。最令人吃惊的是，德国和法国的银行系统具有相似的风险暴露，但是到了2010年，两国政府看待同一问题的方式仍截然不同。德国强调，考虑道德风险理论上是合情合理的，这可能反映了2008年德国救助国内银行遗留下来的深深的不适感。

在2013年3月针对塞浦路斯的外部救助和自救方案，以及2015年夏天关于希腊退欧的讨论中，德法再次出现分歧（详情见本书第209—211页）。德国认为对传染或“坏的均衡”已关注过度并对此表示不满，“如果塞浦路斯（风险）是系统性的，那么一切都是系统性的”，这一抱怨充分反映了德国的想法，它强调负面传染效应主要应由俄罗斯寡头承担。

在2015年夏天希腊退欧的讨论中，法国由于担忧危机传染风险而公开反对德国。法国总理曼努埃尔·瓦尔斯表示："我们不能承受希腊退出欧元区的风险。"[注]尽管在2015年的"希腊意外"（希腊可能退欧）中，得益于欧洲央行大规模资产购买计划，传染风险受到有效控制。市场信任这道防火墙，因此债券市场对希腊退欧风险增加的反应非常温和。

对道德风险的担忧指明了另一个重要方向：系统性风险不仅是跨部门的，而且存在时间序列维度。在经济和金融相对平稳的时期，银行逐步承担更多的风险，因此系统变得越来越容易受到负面冲击的影响。在平稳时期，风险逐步积聚的情况被称为"波动性悖论"（volatility paradox）。[注]对事后救助的预期只会让事情变得更糟。

银行—主权恶性循环以及安全资产

安全资产的同义反复和好友类比

本书关于危机分析的最后一个重要层面，是银行体系与政府之间的交互影响。这里要注意的第一点在于，广义的金融部门尤其是银行，持有储备和政府债券作为其资产负债表中的"安全资产"。但什么是真正的安全资产呢？[注]安全资产与无风险资产之间如何区分？无风险资产是在一个时间区间内（比方说3个月或30年）支付特定金额的回报，安全资产则是当你需要时——如金融危机时——就可产生回报。从某种意义上说，安全资产就像好朋友：在需要时可以依赖。安全资产的另一个特点在于其同义反复：如果一项资产被认为是安全的，那它就是安全的。如果每个人都相信某种特定资产是安全的，在危机时期，每个人都会购买该资产，其价值就会飙升。所以它确实是一个"好朋友"。因此，我们再次看到熟悉的多重均衡逻辑。最典型的一个例子是黄金。这些安全资产的共性是，在危机时期其价值会上升，不是因

为其本质发生了任何改变，而是因为市场普遍认为它们会升值。因此，安全资产有泡沫的成分。

上述情形同样可以应用于政府债务。如果政府债务确实是绝对安全的，投资者可能急于购买更多，从而推高价格。正如前文所述，银行通常持有大量的政府债务，在危机时期这种价格上涨将有助于稳定金融体系。然而，如果政府债务突然被视为是不安全的，情况将完全不同。如果政府拒绝削减开支或增加税收（财政政策占据主导地位的情况下），中央银行拒绝或没有能力缩减债务（货币政策占据主导地位的情况下），政府债务就不再被认定为无违约风险。在这种情况下，政府债券经历不利冲击后将遭受损失。

恶性循环

持有政府债券的银行会遭受损失，并会出现两种形式的恶性循环。(注)（参见图10.2）

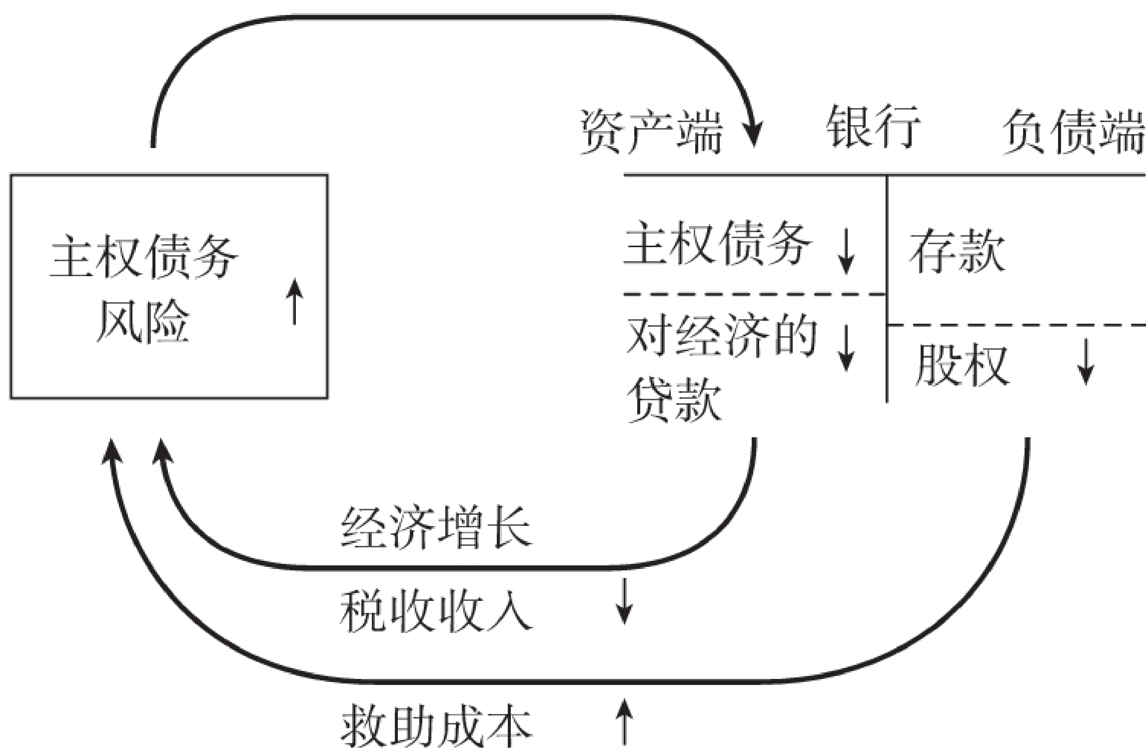


图10.2　银行—主权债恶性循环：救助和信贷紧缩

首先，银行削减信贷供应，由于进入经济的信贷减少，经济增速放缓。这将降低政府的税收收入，同时增加政府支出（例如失业保险支出增加），这会威胁政府财政的可持续性，从而引发政府债券价格进一步下跌。其次，随着银行体系恶化，政府救助银行的概率上升。这进一步增加了政府的财政压力，债券价格下跌，从而再次损害银行。爱尔兰和西班牙的情况就是这一恶性循环的最好示例，境况不佳的金融体系和过度负债的政府将相互拖垮。当然，同样的逻辑也可以扭转为一个“良性循环”。

对主权政府的担忧和对银行偿付能力的担忧，二者紧密相连，在图10.3的经验分析中可以最清晰地看出这一点。一个国家控制其违约风险的成本越高，信用违约掉期的息差越大，银行部门平均信用违约掉期的息差也越高。注

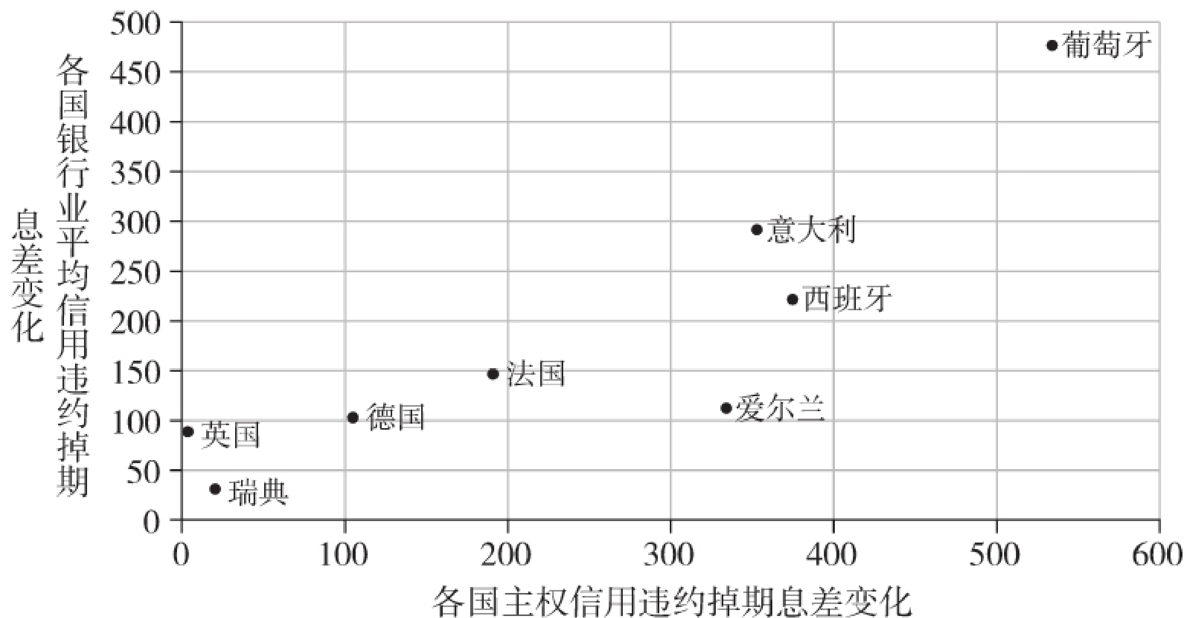


图10.3　2010年1月至2012年7月各国主权信用违约掉期和银行业平均信用违约掉期变化情况

资料来源：彭博数据库。

这一恶性循环也是自救和外部救助争论的核心所在。法国的传统理论非常清楚地认识到上文所述的反馈循环，主张对银行进行外部救助以稳定经济，从而最终确保主权债的稳定。相反，德国的传统理论认为，对外部救助的预期是主权债与银行初期就紧密联系的最重要原因。事前应通过更高的资本要求确保银行稳健运营，特别是阻止银行在危机前发放高额分红。稍后本书在讨论金融主导时会再次探讨这一问题。

限制风险敞口或将银行作为“人质”

2015年，德国央行和一些北欧国家推动对银行持有本国政府债务的风险敞口予以限制，以期打破这一恶性循环。这一举措受到法国和南欧国家央行的强烈抵制，并认为在危机高峰时只有本国银行“愿意”持有这些脆弱国家的政府债券。在法国和南欧国家看来，本国银行扮演着政府债券市场稳定器的角色。迫使本国银行持有本国政府债务也是一种阻止政府违约的承诺机制，因为任何违约都将引发广泛的银行业危机并使经济陷入混乱。然而，以本国银行作为“人质”构成了“紧身衣承诺”，这一方式过于强硬，以至于排除了在极端状况下进行债务重组的可能，从长远来看可能会抑制经济增长。

危机管理：货币政策

正如我们所见，金融化的经济体，由于其自身的性质，不足以抵御不利的经济冲击。平衡各种力量十分具有挑战性。本章已反复提及，金融危机带来了巨大的通缩压力，欧元区的现状就是一个鲜活的例证。信贷萎缩无处不在，即便是在经济相对繁荣的德国，2009年和2013年的通胀率均低于2%的通胀目标。然而，我们也发现，大多数金融危机都引发主权债务问题，欧元区的危机也不例外。如果财政部门拒绝削减预算赤字（在财政主导的体制下），央行迟早会被迫对财政

赤字进行货币化，印发更多的钞票，导致强大的通胀压力。在这种情况下，会有两种力量——通缩和通胀——推动经济向相反的方向发展。在危机中，这些对立的力量很难平衡，即便是微小的错误，经济金融体系也无法容忍。从某种意义上说，这就像骑自行车：在一个合理的速度上骑自行车很容易，但一旦自行车慢下来就很难保持平衡。就像难以预测自行车会倒向哪一边，同样，也难以预测经济危机会向通缩还是通胀发展。简而言之，这就是为什么在金融危机期间几乎无法就中期通胀前景达成一致意见的原因。

一般来说，各国政府和央行可以通过在危机时期进行事后干预或从根本上改变金融体系设计（即事前政策）来改变这种状况。我们首先讨论事后的紧急稳定措施。从本质上讲，任何一种事后稳定措施都会涉及对金融部门和其他过度负债部门的再分配问题。

货币政策可以诱发投资组合再平衡效应，引发风险承担行为和风险溢价的变化，进一步导致资产价格的变化，进而再分配转移的财富和再分配。总的来说，扩张性货币政策带来的通胀压力削减了债务合同的实际价值。激进的宽松货币政策最终引发面向借款人的再分配，因此前文讨论的债务积压和资本重组问题得以缓解。这些扩张性措施具有另一个共同的正二阶效应，与风险承担行为有关。在危机时期，不确定性增加，从而消费者增加预防性储蓄而银行减少贷款，企业减少投资。扩张性货币政策措施通过各种渠道刺激产出，从而降低了不确定性并进一步刺激支出。

政府采取的财政政策是后续部分的重点。在本章最后，我们将把财政政策和“金融主导”（financial dominance）[注]的概念联系起来。在金融主导的体制下，战略上弱势的金融部门在危机开始及之后支付高额股息，然后因其系统重要性，迫使央行或财政当局在危机期间承担损失。这种重组通过前文提到的渠道之一实现，我们在这里将予以详述。

利率政策

银行可在央行以特定利率借款和存放准备金。调节这一利率是一项重要的货币政策工具。借助这一短期利率，央行通过调整对未来利率下降或上涨的预期，间接影响长期收益率和债券价格以及风险溢价。本书区分了利率、汇率和风险承担行为的传导渠道。

各类传导机制

在（新）凯恩斯主义模型中，因为价格和工资具有刚性，所以名义利率十分重要。由于价格和工资只能缓慢调整，所以产出数量的调整也需与之相适应。也就是说，价格刚性使需求冲击可以抑制产出并导致就业不足。相反，在一个价格总是可以灵活调整的世界里，利率始终处于其自然的均衡水平，经济总是处于充分就业状态。

价格刚性对产出的抑制，也给了货币政策牵引力，从而使央行得以出手稳定经济。其基本机制是这样的：因为价格只是缓慢调整，名义利率的降低至少在短期内会自动推动真实利率（经过通胀率调整）下降。这降低了公司资本的实际成本，并诱发消费者提前消费。需求受到刺激，因而产出和通胀呈上升趋势。同时，鉴于短期刚性工资，正的价格通胀意味着实际工资下降，所以公司愿意雇用更多的工人来满足日益增长的需求。这一部分货币政策传导机制被称为利率渠道。

降低利率也会通过影响汇率作用于实体经济，即汇率渠道：较低的政策利率使货币贬值，从而出口商更具竞争力而进口更加昂贵。这是标准的模式（2014—2015年欧元量化宽松及其对汇率的影响印证了这一点）。

这种传统分析隐含着一个重要假设，即货币和信贷市场能够完美运行。此外，这个假设确信风险溢价最多只是逐渐变化。在我们的金融经济中，情况明显不同。在这里，无处不在的“债务—融资摩擦”意

味着金融部门的有效风险承担能力下降，这些摩擦带来了负面冲击并导致各种过度风险溢价的上升。在这种环境下，货币政策通过再分配和风险溢价的调整发挥作用。央行推动金融机构承担更多风险的意图，就是货币政策的风险承担渠道。这将导致更低的融资成本，进一步刺激投资和推高经济增长，这是积极的风险承担；或者另一种可能的情况是引发更高的杠杆和导致无偿付能力的僵尸银行，因而牺牲了金融稳定，这是令人担心的风险承担。

货币观点与信贷观点之争

为准确理解货币政策和“金融摩擦”之间的关系，我们先回顾货币政策传统中的货币和信贷观点。货币观点可以追溯到弗里德曼和施瓦茨的货币主义，甚至欧文·费雪在大萧条时期的著作，传统货币观点均关注于前文所分析的通缩螺旋。本文在对放大机制的分析中，假定外部货币保持固定，银行行为导致内部货币减少。与此同时，货币需求上升。相反，如果央行扩大了外部货币供给——类似于弗里德曼描述的直升机撒钱，则通缩压力降低，因而通缩螺旋可能被扭转。随着银行缩减资产负债表——或者更糟糕的情况是一些银行破产（就像大萧条期间所发生的）——内部货币的数量下降，外部货币的增加帮助填补了内部货币的短缺（并满足增加的货币需求）。货币主义阵营非常强调货币观点，它主要关注银行资产负债表的负债方。

与之相反，信贷观点主要由耶鲁大学经济学教授詹姆斯·托宾（James Tobin）所推动，强调恢复银行信贷供给的重要性，因此更关注银行资产负债表的资产方。然而，并不是所有形式的信贷都是同等可取的。按照托宾的观点，“健康的”信贷应该扩大，而僵尸银行（资本不足的银行）或吸血鬼银行（通过提供高存款利率来吸引新资金，且本身缺乏偿付能力的银行）的信贷则应缩减。

为了更好地理解“健康”和“不健康”信贷的差别，我们需要更深入地了解僵尸银行和吸血鬼银行的行为。僵尸银行资本不足，但人为地

维持着运营，并且为扭转现状孤注一掷。这类银行不是向盈利良好的项目发放新贷款，而是选择那些在经济快速增长时盈利很好，而在情况相反时则会带来巨额损失的高风险贷款。如果情况尚好，银行将获得盈利并死而复生，从而恢复正常运营。然而，如贷款变成坏账（可能性更高），银行仍然资不抵债，且赤字较此前更加严重。受有限责任保护的股东不会在意这个问题。而政府则不然，它最终可能被迫救助这些银行来降低风险传染，或需要动用存款保险基金。僵尸银行还倾向于对发放给僵尸企业的贷款进行展期。通过向僵尸企业展期，僵尸银行可以对外声称其账簿上的贷款并未逾期，实际上是赌僵尸企业可以恢复还款。这样一来，存款实际上从新的有效益的项目转移到旧的没有效益的项目上。而所谓吸血鬼银行——资金短缺的僵尸银行——运作方式与此相同，但区别在于吸血鬼银行还尝试与正常经营的银行争夺存款。通过提供极高的活期存款利率，这些吸血鬼银行从健康的竞争对手处吸走了资金。

僵尸银行和吸血鬼银行对经济具有破坏性的例证是20世纪90年代的日本，这一例证表明，政策制定者应该尽快识别并关闭这类机构。在近期欧元区的危机中，各类西班牙的金融机构即存在着成为僵尸银行的风险。在危机早期，部分西班牙储蓄银行无力偿债，在很长一段时间内该国政策制定者希望通过将这些储蓄银行合并成一个名为班基亚（Bankia）的新集团来稳定储蓄银行的状况。然而，外部审计师（而非不断放松容忍度的监管者）宣布这家银行集团已丧失偿付能力，迫使政府在2012年对其开展进一步救助。[注]

另一方面，基本面具有偿还能力但资本不足的银行虽然能够将贷款发放给合理的项目，但由于过高的杠杆率而不得不缩减业务规模。这就是意大利银行业面对债务危机的主要做法，它们提高了抵押标准，减少了放贷。如前文所述，银行对新发放贷款的谨慎行为导致实体经济中生产性部门面临信贷紧缩的窘境。

解决银行资本不足并鼓励发放新贷款的一种方法是直接“赠予”外部资金，尽管这在政治上行不通。通过这样的赠予，银行资产突然增加——因为负债保持不变——资本将会上升。如果所有由危机引发的资本缺口都能这样得以补偿，银行没有理由减少新增信贷。总而言之，至少在理论上，央行可以通过扩张外部资金，切断流动性和通缩螺旋。换言之，通过财富的再分配使经济复苏。

通过降息实现隐形资本重组

当然，在现实中通过货币政策进行再分配需要采取巧妙的方式，这让我们回到前文对利率政策的讨论。降息对债权和股本价值也有很大影响。例如，长期调低短期政策利率将增加长期债券的相对价值，这些债券的持有者——其中大部分为银行——因此受益。艾伦·格林斯潘在1990年为避免美国商业银行的重大危机而改变货币政策的决定充分说明了这一点。(注)当然，鉴于不同银行持有的资产和负债期限不同，利率对估值的影响在整个金融业存在差异。举例来说，欧洲银行大量持有政府债券。马里奥·德拉吉在伦敦的讲话使持有政府债券头寸的银行获得大量资本利得，从而银行业得以稳定。

然而，低利率也会降低银行的长期盈利能力。随着利率下降，银行的净利差（利润），即贷款利率和借款利率之间的差额也会减小。银行是受益于价值重估还是因净利差缩小而受损，这取决于银行资产持有状况以及这些资产的期限。当利率下降超过一定水平，会出现“反转利率”，其影响也会相反。超过“反转利率”的降息不再是宽松的而是紧缩的，从而破坏银行系统的稳定性。因此，“反转利率”构成了用利率作为货币政策的实际下限。

大规模的资产购买计划：量化宽松

然而，如果实现充分就业均衡的经济再平衡所要求的利率水平低于零，则单纯的利率政策将无法发挥作用。因为名义利率不可能远低

于零，只能使用利率工具的央行无法在这样的环境中诱致额外的必要支出，因为它既不能直接刺激支出也不能通过财政再分配为金融部门注资。但最近的危机表明，即使利率处于其实际下限，即“反转利率”水平，央行也并非完全无能为力。央行可以将特定资产的价格作为目标，通过大规模的资产购买计划即“量化宽松”实现再分配。通过投资组合再平衡效应，央行的资产购买计划将推动投资者持有其他资产（可能风险更高），从而推高这些高风险资产的价格。

美联储购买抵押贷款支持证券即是量化宽松的生动案例。这种购买使许多银行直接获得资本利得，从而达到所需的再分配效果。需要记住的是，资产负债表受损不仅局限于银行业。在次贷危机中，购房者也同样遭受损失，从而抑制了经济的总需求。美联储购买抵押贷款支持证券也降低了抵押贷款利率，从而间接推动房价上涨。这反过来又帮助了许多房产价值已低于抵押贷款的房主，并为处于困境中的经济部门提供了额外刺激。

大规模资产购买计划也可以通过信号渠道发挥作用。央行购买长期债券等资产，将自身暴露于风险之中，即未来加息的话将面临损失。因此，央行更不愿意提高利率。换句话说，量化宽松释放出一个信号，即央行在很长一段时间内会将短期利率维持在较低水平。

欧洲提出了各类资产购买计划。根据直接货币交易计划（或更通俗地说，是德拉吉“不惜一切代价”维护欧元的承诺），欧洲央行将购买欧洲稳定机制范围内受困的正式成员国的政府债务。该项资产购买计划有严格的限制条件，以控制危险的懦夫博弈式的动态变化。有趣的是，仅仅宣布这个计划就导致外围国家政府债券价格的大幅上涨，从而引导利率下降，这展示了可信的央行承诺的力量。总之，预示了直接货币交易计划的德拉吉讲话相当于对外围国家银行的隐性资本重组。如果没有这番讲话，这些银行能否通过后续的压力测试也未可知。

2015年1月，欧洲央行启动直接量化宽松计划。第十五章将深入讨论欧洲央行的这一计划以及其他计划。

抵押政策

除了直接购买资产，央行也向以资产作抵押的银行提供融资。一般来说，如果金融机构想从央行直接借入资金，需存入特定资产作为抵押。在抵押政策方面，央行拥有两种自由裁量权：一是可以决定哪种资产作为抵押品；二是可以根据不同的抵押品设定相应的估值折扣。例如，在整个危机期间，欧洲央行决定接受更大范围的抵押品，并降低了对特定资产类别的估值折扣。详细内容不在此赘述，但可以注意到，当时的大多数合格抵押品的信用评级门槛由A-降至BBB-，透过这一点可以大致了解欧洲央行所采取的行动。特别是，为便于银行从央行借款，欧洲央行还修改了抵押品政策，即银行可以用资产支持证券作抵押品。这些措施受到德国媒体的猛烈抨击，以专业足球运动员作为抵押品的案例更是受到广泛关注。《德国商报》援引《西班牙国家报》的报道称，欧洲央行发放给西班牙银行集团班吉亚的贷款抵押品中，包括效力于皇家马德里的两位球员罗纳尔多和卡卡的转会权。[注]倘若贷款发生违约，原则上欧洲央行将持有罗纳尔多和卡卡，这就衍生出关于欧洲央行是否打算创建属于自己球队的笑话。

当然，银行受益于抵押规则的放宽，能以更低的成本从欧洲央行借钱，同时，作为合格抵押品的资产价值也迅速上升。这些干预措施也波及其他类别的资产。不同资产的风险状况有所不同，因而如果某种特定资产对欧洲央行来说吸引力降低，则投资者将选择用其他资产替代该资产。

最后贷款人政策

白芝浩曾在《朗伯德街》中提出了一个著名观点，央行的部分职责是满足银行在危机时期的资金需求（以惩罚性利率）。通过提供所

需资金，央行可以打破外界对银行偿付能力的担忧，并防止单纯的流动性冲击变成清偿力危机。因此央行的最后贷款人功能只是针对流动性问题，（至少在理论上）并不关心资不抵债的问题。然而，在实践中通常难以区分资不抵债和单纯的流动性危机。因此，经济学家的共识并未超出现代金融体系需要最后贷款人这一事实。

各个思想流派的冲突主要在于以何种条件提供应急资金。可以预见的是，德国的观点支持采取严厉的惩罚性利率，而法国哲学则担心，如果最后贷款人贴现窗口的条件太过苛刻，金融危机将会在寻求央行救助之前就蔓延。还要注意，白芝浩非常明确地将他的分析限定在银行：央行不应借钱给政府，充当最后做市商。一些现代评论家不同意这一严格的立场，相反，其观点与本文此前关于政府债务危机的分析一致，他们希望央行随时准备好购买主权债务以协调实现好的均衡。

事后货币政策：瓶颈方法

了解了货币政策传导机制的知识，我们现在可以来看看最优事后货币政策到底是什么样的。理想的政策应对的第一步是识别资本不足的部门。它可能是积累过多债务的企业部门（就像20世纪80年代的日本），也可能是债务水平不健康地持续上升的家庭（如危机前几年的美国）。在确定了最需要帮助的部门后，下一步是避免出现上文的放大机制和负螺旋效应。通过限制这些螺旋效应导致的再分配后果，必要的风险溢价和最低预期回报率会下降，经济得以复苏。为实现所需的再分配效应，央行可以在上文讨论的不同手段中进行选择。

因为债务融资通常贯穿整个金融体系，任何一个过度负债部门的艰难处境往往与中介机构的困难密切相关。因此，危机时期的再分配往往意味着有利于金融体系的再分配，以此增强其中介能力。如果央行能控制金融系统的不景气局面并采取相应的政策，那就意味着我们处在一个由金融主导的世界中。鉴于金融系统和政府之间通常关系密

切，实际上这样的金融主导可能是某种隐性的财政主导：银行被迫向本国政府提供价格低廉的资金，因此脆弱不堪，央行救助银行相当于间接赋予政府印钞的权力。这只是向金融行业提供事后保险具有危险性的示例之一，稍后将进一步展开讨论。

危机管理：财政政策和监管措施

财政政策措施限制了政府的财政预算：（1）政府被要求履行担保，则涉及财政预算；（2）直接的银行资本重组计划，例如通过注资，必定涉及财政预算；（3）新的自救制度迫使其他投资者分担财政负担；同时（4）通过其他手段进行资本重组虽没有直接成本，但可能有间接成本。

政府担保

政府可以决定对国内银行资产提供全面担保。如果这一担保是可信的，那么所有与流动性相关的问题将立即消失。这类政府担保一般不被视为危机处置措施；许多发达国家具备基本类型的存款保险，作为避免银行挤兑的手段可以确保好均衡的实现。

然而，爱尔兰危机的经验表明，扩大政府担保，不仅可以解决流动性问题，也可以作为应对危机的工具，但纳税人最终可能必须为此买单。在2008年金融危机最严重的时期，爱尔兰政府将现有存款保险计划扩大至对所有爱尔兰银行负债的为期两年的全面担保，包括各类存款、优先级无担保债务、次级债以及资产担保证券。这一政策措施的问题在于，一些爱尔兰银行实质上已经无清偿能力。正如前文所示，爱尔兰银行对国内房地产业的风险敞口过大，且极其依赖欧元区银行间市场的批发融资。随着这一市场的枯竭，信贷扩张崩溃，爱尔兰的房地产泡沫破灭。现有贷款因此恶化，银行开始出现资不抵债：爱尔兰的银行丧失了偿付能力。鉴于这种情况，爱尔兰纳税人为爱尔

兰政府颇具争议的全面担保承担了数十亿欧元的债务，也就不足为奇了。用爱尔兰央行行长帕特里克·霍诺汉（Patrick Honohan）的话来说，这次危机是“全球历史上最昂贵的银行危机”。(注)总之，这个例子本质上就是偿付能力不足的问题，却被错误地当作流动性不足的问题。

直接注资

对国内银行系统最直接的资本重组方式是直接注资。通过直接注资，本国政府可以帮助缓解偿付问题，通常以换取问题商业银行的足够控制权作为回报。鉴于这种操作的巨额营运成本，以及很可能会通过增加公共债务来进行银行资本重组，银行和政府偿付能力之间的联系显而易见。简而言之，恶性循环的可能性（如前文所述）相当大。

德国、爱尔兰和西班牙等国相继采取了直接注资的方式。在德国，许多对美国次贷市场有大量敞口的州立银行在2008年金融危机后立即获得外部救助。在爱尔兰，即使采取了全面担保手段，银行依然存在问题，迫使政府对国内三家主要银行直接注资（爱尔兰联合银行、爱尔兰银行和盎格鲁—爱尔兰银行），财政当局持有爱尔兰银行和爱尔兰联合银行各20亿欧元的优先股以及盎格鲁—爱尔兰银行15亿欧元的优先股。

与爱尔兰类似的危机状况迫使西班牙进行大规模的资本重组。西班牙储蓄银行对充满泡沫的国内房地产市场敞口过大，并且过于依赖批发融资，因此全球金融危机使西班牙房地产市场泡沫破灭，随之西班牙储蓄银行的资产负债表崩盘。与爱尔兰的经验相比，西班牙有相对审慎的银行监管（较高资本缓冲、对复杂衍生产品敞口较低）、宽容的会计规则（延迟止赎）以及对现有贷款的再分类、再融资和展期，这些都推迟了不可避免的救助。(注)然而到了2010年，干预已经迫在眉睫。通过“银行业有序重组基金”（Fund for the Orderly Restructuring of the Banking Sector，FROB），西班牙政府对银行实施

直接注资。注资之后，当局采取了系统性的重组策略（合并储蓄银行），目的是后续可以出售重组实体。

然而事实证明，爱尔兰和西班牙的银行注资是不够的，随着恶性循环的全面爆发，国际救助不可避免。爱尔兰获得总计850亿欧元的国际救助，其中的675亿欧元来自欧洲金融稳定基金、欧洲稳定机制和国际货币基金组织的外部支援，另外的175亿欧元则来自爱尔兰财政部和国家养老基金。2010年10月，爱尔兰主权债券收益率超过7%，其预算赤字高达167亿欧元，这些因素共同威胁着爱尔兰政府的融资状况，因而国际救助已成必然。欧洲央行为这些被市场排除在外的爱尔兰的银行提供流动性支持，实施直接外部救助。2013年12月15日，爱尔兰成功退出救助计划，说明该救助计划是成功的。同时，爱尔兰主权债务的市场利率降至历史最低水平。

2012年夏，西班牙政府正式请求援助，对于西班牙的救助计划随之启动。这种救助是金融业调整计划的一部分，而不同于其他成员国更广泛的经济调整计划，它专门面向金融业，因此政治意味更少。该救助计划总额为1000亿欧元，除了能覆盖西班牙的银行重组和资本结构调整的资金需求之外，还提供了额外的保障金额。其中还有用于自救（bail-in）的次级债券，这一特点后来成为银行救助的标准。

作为一个大型经济体，西班牙显然比先前的被救助者更具议价能力，西班牙调整计划的紧缩财政要求相对宽松（从早些时候马里亚诺·拉霍伊保守党政府所制定的改革方案也可见端倪）也在意料之中。这也和西班牙的金融部门调整计划与传统的经济调整计划相比不那么激进有关。同样的，西班牙政府对银行的资本重组也并未真正打破恶性循环，这推动了关于欧洲稳定机制应直接对状况不佳的金融机构进行资本重组的呼吁。这些提议将在稍后银行业联盟部分进行讨论。

自救：塞浦路斯

对陷入困境的银行体系进行资本重组的另一种方法是银行债权人的“自救”。即银行的债权人（特别是存款人）通过直接放弃一定比例的债权或将其转为股份的形式分担银行资不抵债或重组的成本。从表面上看，自救给财政带来的负担更小（如果有的话），从而有助于打破政府和主权债务之间的恶性循环。但同时，事前自救由于消除了对政府救助的隐性预期而弱化了金融中介的力量，事后自救则因为剥夺了银行债权人（特别是普通储户）的利益而大大削弱了被救助经济体。

塞浦路斯：背景

从塞浦路斯这一具体案例的角度，来探讨这些问题是具有指导意义的。塞浦路斯在2004年才加入欧盟，并在2008年加入欧元区，当时全球金融危机已经开始产生影响。塞浦路斯奉行的商业模式是通过低税率和宽松监管来培育大型银行业。大部分银行资金来自俄罗斯和苏联解体后的其他国家，包括来自一些富裕的寡头统治者未缴税的“黑钱”；它也吸引了相当规模的来自希腊的存款，尤其是在希腊对欧元的立场出现不确定的情况下。塞浦路斯的银行提供较高的存款利率，并将资金投资于高风险高收益的金融工具，包括希腊政府有价证券。这种投资策略基于资产（希腊政府债券）与负债（存款）的国别相匹配的原则。希腊对其债务的选择性违约严重损害了塞浦路斯的银行，但通过对塞浦路斯的银行提供紧急流动性支持，在2012年年中以前，并未造成太多的恐慌。作为“无条件友好协议”的一部分，俄罗斯的直接援助（总额为25亿欧元）对此亦有帮助。(注)

塞浦路斯自救解决方案

2012年夏天，评级机构惠誉下调了塞浦路斯的主权债信用评级，使之不再是欧洲央行所接受的合格抵押品。而后，塞浦路斯政府正式寻求外部救助。鉴于此前已在其他几个外围国家实施过直接援助，欧盟委员会、欧洲央行和法国倾向于接受这一请求。它们强调自救对欧

洲其他国家可能存在传染效应。与之相反，国际货币基金组织和德国则致力于推动自救方案，该方案将导致塞浦路斯银行的债券持有人甚至存款人将因此遭受部分损失。

最终，德国观点占据了上风。德国的政策制定者主张自救方案就是针对金融方面的不负责，他们表示：如果塞浦路斯的风险是系统性的，那么一切都是系统性的，“不救助条款”将被彻底破坏。鉴于外部救助会帮助在塞浦路斯洗钱的富有的俄罗斯寡头们，这等于把贫穷的德国纳税人的财富转移给腐败的亿万富翁们，因而对德国来说，做出不救助的决定理所当然。在德国政坛，实施外部救助显然是一个难以兜售的主张。尤其是塞浦路斯的银行提供较高的存款利率，并投机持有希腊债券，期望它们不会发生违约。在塞浦路斯外部救助和自救协商中的分歧，突显了德国和法国之间的分歧，前者认为道德风险驱动资不抵债，而后者用流动性/多重均衡来解释问题。

2013年3月16日，欧元集团、欧盟委员会、欧洲央行、欧洲稳定机制以及国际货币基金组织的代表在布鲁塞尔会面。欧洲央行的代表不是德拉吉而是约尔格·阿斯穆森（Jörg Asmussen）。各方约定提供100亿欧元的外部救助，在希腊、爱尔兰、葡萄牙和西班牙之后，塞浦路斯成为第五个获得欧盟和国际货币基金组织援助资金的国家。但是，100亿欧元并不能满足其银行系统的融资需求，债权人（包括存款人）将被迫承受损失以填补剩余的资金缺口。

由于塞浦路斯的银行负债大多是“活期存款”，存款人利益必将受到触动。避免违约发生的最初建议是采取一个精明的方法：即“征收存款税”。塞浦路斯政府拒绝对大额存款人征收两位数的税率，也就是说，对超过10万欧元的存款征收税率不应超过9.9%。然而，该存款税不应当危及避税天堂的银行模式。这就转化为对小额存款人（不超过10万欧元）征收6.7%的税率。实施这一方案要求资金不能从银行提

走，且国际资本流动被切断。其结果是，现在塞浦路斯的欧元存款利率低于其他地方。

在布鲁塞尔达成的协议必须经塞浦路斯议会审议通过，这一方案的宣布在塞浦路斯引发了骚乱。塞浦路斯议会用了一周的时间试图想出一个不同的解决方案。当地政客讨论了许多提案，其中包括“打劫”养老基金。俄罗斯总统普京称，对银行存款征税是“不公平、不专业和危险的”。(注)当地的动荡局面主要取决于德国政府——这一存款税方案的源头。默克尔介入其中，并在随后的一个周末提出了新的解决方案。过了一个周末后，最终协议得以达成。塞浦路斯大众银行（Laiki Bank）被关闭，所有参保存款人10万欧元以下（含）的存款将受到保障，而大储户，主要是俄罗斯富人，获得了一些剩余的不良资产的债权。塞浦路斯最大的银行——塞浦路斯银行得以幸存，但看起来，存款超过10万欧元的存款人债权损失约为2/5。

这会是其他欧洲国家的模板吗?

塞浦路斯危机的爆发将欧元集团（欧盟经济及财政事务理事会）置于意想不到的聚光灯下。欧元集团主席、荷兰财政部部长杰伦·戴塞尔布洛姆（Jeroen Dijsselbloem）之后在一次影响广泛的采访中，进一步阐述促成银行储户自救这一决定的内在逻辑。所有银行存款都是有保障的自动假设将不复存在。这种假设是2008年之后出现的，当时爱尔兰单方面扩大了对所有银行储户的担保（实际上是无法承受的）。与此相反，陷入困境的银行的存款人被要求承担损失，这将减少银行救助的成本，并打破银行与主权债务之间的恶性循环。根据媒体报道，塞浦路斯的操作将会是随后的银行救助的“模板”。短短几分钟内，欧洲外围国家银行股价大幅下跌，而主权债券收益率则保持稳定。由于神经紧张的大额存款人可能转移资金，其他国家政府立即对可能的银行挤兑传染风险感到惊慌，“模板”这个词因此被撤回。沃尔夫冈·朔伊布勒甚至发表了一个声明否认了上述说法。

尽管撤回了“模板”这个词，但欧元区的官员迅速表示仍将坚持自救的原则。例如，爱尔兰财政部部长在稍后表示，“自救是现在的规则”。[注]然而，这些主张的可信度存在争议。首先，未来自救的范围很不精确，因为官方自救条款明确排除了一长串的债权人：参保的存款；有担保的债务，包括资产担保债券；对陷入困境的金融机构员工的负债，如固定工资和养老金；与金融机构日常运营所需的关键商品和服务相关的商业债权；支付系统内剩余期限小于7天的负债；以及原始到期期限小于7天的银行间负债。其目的是为了保护银行间市场，但这项措施明显也将保护欧洲央行和各国央行免受损失。

此外，自救条款允许一国当局在其自由裁量权内豁免更大的债权人群体，只需满足下列条件之一：（1）如果债券持有人无法在合理期限内自救，（2）如果自救威胁到关键功能的提供，（3）如果自救会导致风险传染，（4）如果自救将破坏资产价值，从而增加其他债权人承担的损失。[注]这个不同寻常的列表使陷入困境的金融机构进行大规模自救或者大规模政府预算内救助的情形基本不可能出现。事实上，即便是次级债（被广泛认为是自救的主要候选手段）也可能是有问题的。关于自救的讨论引发了如下担忧：过多地将自救成本强加于私人部门，这将导致新一轮金融不稳定，或者让市场对多维尔会谈的回应重演。

欧洲央行特别反对一种观点，即自救将导致“投资者离开欧洲银行业市场，并将进一步阻碍银行融资。总而言之，对国家救助规则不恰当的严格解释，很可能会毁掉我们打算全力恢复欧元区银行的信心”。[注]总之，塞浦路斯情况的独特性似乎是决定采取自救方案的主要动力，但同样的原则能否适用于其他国家仍然存在很大疑问。有关银行清算和自救的新规则在2015年初生效，但是其落实情况在生效之前已经引发怀疑。

银行倒闭、葡萄牙和欧洲央行的资产质量评估

对新规则的第一轮考验出现在2014年8月。葡萄牙的家族银行——圣灵银行（Banco Espirito Sancto）身陷融资骗局。圣灵银行英文名称为“Holy Spirit Bank”，这一古怪的名字源于该银行创始人席尔瓦的故事。他是一个被遗弃的孩子，在里斯本教堂被发现并由修女们抚养长大。银行账面上的许多贷款被发放给同一家族的其他企业，有一些是在葡萄牙的前殖民地，尤其是安哥拉。[注]由于新清算规则将在2015年1月和2016年1月分两步生效，只有最差的资产会被留给股东和债券持有人。圣灵银行被一分为二，一家是持有有毒资产的“坏银行”，另一家是由葡萄牙政府注资49亿欧元的新银行——诺新银行（Novo Banco）。而这家新银行的投资银行业务最终以3.79亿欧元出售给中国投资者——海通证券。[注]实际上，新银行的优先债券持有人获得了45亿欧元贷款的担保，这一操作为其他欧洲银行提供了一个信号。这些贷款可能限制了对其他欧洲银行的溢出效应和传染效应，关于一场新的银行业危机将会破坏欧元区稳定的担忧逐渐远去。[注]优先债券持有人仍然获得部分外部救助的事实显示，落实尚未实施的规则将会异常困难。

新规则赋予欧洲央行更多的监管权力，对新规则的第二轮考验发生在2014年10月26日，那是资本市场休市的一个周日，当天还公布了“欧洲央行资产质量评估”（asset quality review，AQR）的综合评价结果和欧洲银行管理局（EBA）的第三次欧盟银行业压力测试结果。欧洲央行对130家大型欧洲银行进行了测试，共有13家银行面临共计95亿欧元的资本缺口。问题最严重的是最古老的欧洲银行——意大利锡耶纳银行（Monte dei Paschi di Siena），它的资本缺口为21亿欧元。意大利银行业落到如此地步的原因，不仅仅是因为受到20多年来意大利经济缓慢增长的影响，其治理也存在问题：包括意大利锡耶纳银行在内的许多银行，是由与当地政府密切相关的基金会运作的，而且即便在利润下降的情况下也被要求分红。

自救和金融文盲

自救也带来一个额外的问题，在银行陷入困境时，一个只拥有少量实务经验的个人投资者购买了实际上属于某种形式的次级债证券，是否会被要求参与自救。这个问题在2015年底的意大利变得尤其尖锐，但在2008年9月雷曼兄弟破产时已在德国引发广泛讨论，一些个人投资者状告银行，且法庭做出了支持投资者的判决。有银行代表做出了不明智的回应，并指责那些想要超过6%收益率的客户“贪婪”；这样的评论不可避免地引发了一场银行向金融文盲不当销售投资产品的争论。[注]类似的争论出现在2015年，就在意大利政府救助和重组四家地区性银行之后，一位上了年纪的伊特鲁里亚拉齐奥人民银行次级债持有人自杀身亡。意大利财政部部长表示，“不能排除这四家银行将次级债出售给风险状况（risk profile）与这些证券的性质并不匹配的人”。[注]欧盟委员会金融委员乔纳森·希尔（Jonathan Hill），以当下常见的控诉呼应这类批评，他说银行“将不恰当的产品出售给那些不知道自己买了什么的人”。[注]意大利的应对措施是设立了一个特殊基金，根据具体情况帮助那些在银行清算过程中损失惨重的人。一个长期的解决方案是将这类问题视为消费者保护问题，通过对银行的客户服务实施更有效的监管来处理。

银行救助问题也引发了各国采取的方法差异问题，意大利抱怨加入欧洲银行业联盟限制了国家对银行的支持，在2008年后欧洲银行业救助背景下，这样的做法是不公平的。意大利经济和财政部网站以“傲慢与偏见”为题指出，意大利对银行救助的投入最低：德国支付2470亿欧元，英国1640亿欧元，西班牙560亿欧元，法国510亿欧元，而意大利只花费了40亿欧元。[注]

2016年1月，随着新的处置规则生效，至少8%的资产需要自救。欧盟委员会为意大利的各相关政府机构创造了一个借口，允许它们对不良贷款包按市场价格延长担保，这些不良贷款是银行资产负债表的

沉重负担。这些担保能帮助银行将问题贷款出售给对冲基金和外部投资者。事实上，意大利政府担保只能按照市场价格，以确保不构成补贴或违反自救的原则。一些评论员对这一行动是否扭曲了市场价格表示质疑，并担心它会破坏新建立的自救制度。(注)因此，自救制度将被淡化到什么程度仍然不能确定。

其他资本补充方式

临时的垄断租金

最后，我们将介绍一些对国内银行系统进行资本重组的非传统方式。第一个潜在的策略是授予问题企业（一般是银行）临时的垄断租金。如果整个产业资本不充足，那么这个产业的有些企业将会撤出，并且其彼此间的竞争也不会太激烈。这将提高他们的利润率和未来收益，所以当前股价和潜在的特许权价值会增加，其结果就是融资限制的放松。当然，这个策略只适用于经济体中不易替代的关键职能部门。金融部门是典型的例子。监管机构可以通过限制银行牌照的发放保护现有银行。从事前的角度来看，这种授予垄断权的可能性，可以被视为由实体经济推广至金融部门的一种保障机制。

然而，这种事前保险至少有两个明显缺点。首先，阻止他人进入市场，也限制了遗留资产的潜在购买者数量。为了避免前文提到的折价出售流动性的螺旋，通过授予暂时垄断权进行资本重组，通常伴随着非常慷慨的监管宽容。损失被隐藏，银行得以继续对僵尸贷款进行展期。其次，降低一个行业的竞争水平，特别是像银行这样的关键部门，给其他行业带来的损失可能超过受困部门获得的收益。举例来说，金融部门的暂时垄断策略会导致新发放贷款减少，给总产出带来下行压力，从而导致其他未偿还贷款的风险更大。最终，如果这些反馈效应足够强，资本重组的间接成本可能超过暂时垄断策略给金融部门带来的收益。总体上，垄断策略的实施主要取决于经济体中其他产

业的资产负债表都未受损。如果受损，经济体将遭受严重的信贷紧缩，陷入长期衰退。这正是日本“失去的十年”所发生的事情。

引入新的风险承担资本

另一种策略，或者更恰当地说是相反的策略，就是引入新的风险承担资本（risk-bearing capital）并开辟新的融资渠道。再次以金融业为例，额外的风险承担资本的流入能够增强竞争并恢复信贷。当然，吸引新资本的方式多种多样。例如，监管机构可以允许具有类似专业知识的外国企业进入市场。另一个吸引新资本的简单方式是迫使银行发行新股。就企业本身而言，它们会因为害怕留有污名而不愿这样做，但集中执行的协调行动可以消除这种顾虑。充分沟通和公开资产质量评估可能也有相似的效果：减少信息不对称，减少污名，从而鼓励发行更多的股票。推行或有可转换债券（CoCos）是“更便宜”的选择。或有可转换债券是一种混合的固定收益债券，它在特定触发情形下可以转换为股本，因而可以计入资本要求。但是，或有可转换债券最近受到的批评有所增加，并且是否可以作为有效的危机管理工具仍未得到检验。吸引新资本的第三种方法是通过企业债券市场或私人债务提高直接融资安排的效率，这也是“资本市场联盟”（capital markets union）提出的一个主题。这可以为大型企业开拓新的资金来源。最后一种策略是振兴影子银行体系，就像美联储和美国财政部在2009年通过实施各类不同项目计划所做的一样。

不管以什么方式吸引额外的风险承担资本，都将增强竞争，并将对现有的利润率施加下行压力（而不是提高）。单个银行都会反对被迫的资本重组。然而，总体上看，遗留资产能以更高的价格出售、新增信贷供给可以确保现有贷款被拖欠的可能性降低，由此银行可以从新资本中获得收益。总之，尝试吸引新的风险承担资本可能比支持现有银行更具破坏性，特别是对“关联度太高而不能倒”的担忧十分突

出。但是，这种破坏性的危机处理方式，可以非常有效地解决僵尸银行和吸血鬼银行带来的长期问题。

在实施资本重组政策的情形中，法国哲学偏向于临时授予垄断租金。这种偏好符合法国的观点，即从根本上不信任不受监管的市场力量，但信任中央集权和协调干预。德国的观点则可以归结为另一面：通过注入新资本进行资本重组可能是破坏性的，但至少避免了严重的道德风险问题。这种考虑自然引出了下一个话题：最优事前政策。

监管、金融主导地位和第二次懦夫博弈

从金融市场监管不足的角度来解读危机导致出台了新的监管举措。2008年德国《风险限制法案》要求披露持有公开上市公司超过10%股份的投资者名单。临时卖空禁令被用来稳定金融市场，尽管它可能导致更加长期和更严重的信心丧失。2012年，法国和德国在经过长时间争论后引入金融交易税，该项措施广受政客、教会和学者的支持。

由于对加强银行监管、限制英美金融活动范围，以及要求银行付出代价的需求是莱茵河两岸国家协议的主要内容，它们成为应对金融危机余波的政策措施所着眼的主要领域，也就顺理成章了。

这些不同的稳定措施，特别是金融部门资本重组背后的共同主题是：金融主导的威胁。如第五章所讨论的，财政政策和货币政策相互作用的特点，可以用货币主导或财政主导来描述。如果央行处于弱势，债务负担可以用通胀来解决。如果央行很强势，财政部门就需要确保债务是可持续的。最终出现哪一种情形是动态懦夫博弈的结果。

金融部门的重要性为这些考量增加了一个新的维度。在金融主导的情形中，利用战略弱势，金融部门已成功地将资本重组的成本转嫁给央行或财政部门。在繁荣时期，金融部门获得风险溢价；在糟糕的

时期，它设法避免承担损失。这是通过危机早期阶段的股息支付和危机最严重时拒绝（或无力）发行股份实现的。为了保护经济的其他部门，央行（通过直接再分配的货币政策或扩张性的利率政策）或财政部门（通过直接资本重组）进行干预。最终政策当局承担了成本，不管金融稳定最终是以危及物价稳定（央行干预情形下）还是危及债务可持续性（财政干预情形下）的方式来实现的，这都是第二次懦夫博弈的结果。

事前政策：预防危机

我们已经探讨了大量不同的危机应对政策。然而，比事后危机管理更好的政策就是事前危机预防。对监管机构来说，根本问题是如何预防危机，或者至少在危机发生时减轻其严重性？这种专注于事前规则导向的策略非常符合德国传统。通过货币政策干预、赋予垄断权力或直接外部救助，对资产负债表受损行业进行再分配是有效且即时的事后危机管理工具，但它们也会产生大量即时或长期的问题。正如德国哲学的拥护者们屡次指出的，提供保险会引发标准的道德风险问题。在危机发生时，银行知道货币当局和财政当局将尽一切力量向银行业再分配收入，所以银行事前会鲁莽行事。构建适当的事前政策框架，正是基于这些考虑。

一项最优政策必须考虑清偿能力不足和流动性不足的情况。为了避免流动性和通缩螺旋，最优的事前货币政策是在负面冲击后降息，在正面冲击后加息。重要的是，这种资本重组应当可以抵消放大机制引发的再分配，但不能对危机前过度承担风险的行业予以完全的救助。然而，划定这一界线时，伴随着时间不一致性问题。正如给定通胀预期，央行有动力在事后抬高经济体的通胀水平一样（详见第五章），它们也有激励比事前预期的更多地通过再分配来稳定经济。总

之，无论是提供保险本身，还是央行提供过多保险的倾向，都将带来棘手的道德风险问题。

然而，央行可以采取一些行动来限制这些道德风险问题的影响。

首先要注意的是，通过降息实现再分配是一个非常迟钝的工具，并可能引发泡沫。对任何问题行业，在理想化的情况下，政策干预的收益应该主要积累在那些表现（相对而言）最审慎的公司身上。换句话说，在保险中嵌入对良好行为的额外奖励可以促成有益的“争上游”。

第二，正如第五章所讨论的普通的通胀偏差，央行可以通过对政策规则的严格事前承诺，减少再分配偏差。然而，对于严格且十分具体的事前规则来说，经济过于复杂而无法实现最优。历史本身虽然不会重演，但它会遵循一定的节律，为此，对于管理危机来说，一定的自由裁量权总是需要的。由第五章可见，针对所有可能的事件设计规则是不可能的，所以在极端尾部事件中，背离规则导向的框架可能是最优的。

第三，与第五章所讨论的相一致，央行可以设法建立起在危机时期审慎使用其稳定工具的声誉。如果这样的声誉是可信的，那么家庭、企业尤其是银行就都会在积聚过量债务和风险时三思而行，央行可能实际上不会被迫使用稳定工具。然而，在出现传统通胀偏差的情况下，建立这种货币从紧的声誉非常困难，在危机时期要建立这种声誉就更难。

第四，也是最重要的，央行可以把保险政策和限制总体风险承担的严格规则结合起来。例如，严格限制“贷款价值比”或者严格控制估值折扣，以此来有效地制止银行的冒险行为。因此，宏观审慎工具箱可以允许货币当局在没有道德风险并发症的前提下，提供更多的尾部保险（tail insurance）。简而言之，宏观审慎工具是传统货币政策的完

美补充，并且是相互紧密交织的。这将宏观审慎监管与微观审慎政策措施区分开来，微观审慎监管往往被认为只关注个体而忽略了金融部门的其余部分。宏观审慎监管可以有效应对时间维度上的系统性风险。平静时期，系统性风险通常在表面之下逐渐累积，而后在危机期间突然显现。有效的宏观审慎监管能够捕捉这一风险累积过程，并采取应对措施。

然而，宏观审慎政策措施并不是万能良药：就其本质而言，它们是定向政策，并且会引发监管套利。因此，宏观审慎政策可能难以发挥作用，或者更糟糕的是，可能导致副作用。一个典型的例子是危机前《巴塞尔协议Ⅱ》的监管条例的顺周期性：在经济体需要显著的信贷扩张的时期，这些监管条例却要求收紧放贷标准。另一个潜在问题涉及基于巴塞尔标准的资产风险权重。政府债券的风险权重设定为零，这可能有助于防止危机时期财政和银行的恶性循环，但事前完全可能导致系统性风险的积聚。

无论最终商定的具体最优政策规则如何，社会最终将为其高杠杆行业提供某种尾部保险。社会或名义权益持有者应承担多少尾部风险是一个政治问题，它很大程度上取决于该国基本的经济理念。本文认为，直到现在，欧洲都无法就这个问题给出一个明确的回答。很显然，成员国没有达成一致，德国传统理念的拥护者十分在意道德风险问题，而受法国思想影响的一方则呼吁在危机时期采取更多的保险措施和积极干预。而这些关于危机干预的呼吁则是另一个冲突的来源：在法国传统理念中，应急措施就是标准的危机应对工具的一部分；但德国理念则将每一种干预视作先例，从而为欧元区创建一个以新的永久性规则为导向的环境。

---

1. 关于这两种放大螺旋的正式分析，参见Markus Brunnermeier and Yuliy Sannikov，“The I Theory of Money，”Working Paper Princeton University，2016.http：//scholar.princeton.edu/markus。
2. “审慎悖论”这个术语是由Brunnermeier和Sannikov的“I Theory of Money”创造的。

3. Mehreen Kahn and Isabelle Fraser，“Greece News Live：Bail-out Talks Collapse without Agreement Forcing Leaders into Emergency Weekend Summit，”Daily Telegraph，July 7，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//www.telegraph.co.uk/finance/economics/11725393/As-it-happened-Greek-turmoil-on-Tuesday-July-7.html.
4. See Brunnermeier and Sannikov，“A Macroeconomic Model with a Financial Sector，”American Economic Review，vol.104（2）（2014）：379-421.
5. This definition is based on Markus Brunnermeier and Valentin Haddad，“Safe Assets，”in preparation，2015.See also https：//www.newyorkfed.org/medialibrary/media/aboutthefed/pdf/FAR_Oct2014.pdf.
6. 对于这一恶性循环，易于理解的正规模型可参见Markus Brunnermeier，Luis Garicano，Philip Lane，Marco Pagano，Ricardo Reis，Tano Santos，David Thesmar，Stijn Van Nieuwerburgh，and Dimitri Vayanos，“The Sovereign-banking Diabolic Loop and ESBies，”American Economic Review Papers and Proceedings，vol.106（5）（2016）。
7. See also Carlo Altavilla，Marco Pagano，and Saverio Simonelli，“Bank Exposures and Sovereign Stress Transmission.” SSRN Working Paper No.2640131，2015.
8. For more details see Markus Brunnermeier，“Financial Dominance，”Banca d’Italia Baffi Lecture，2015（2016）.
9. See for instance Katie Linsell，“Spanish Credit Risk Surges to Record on Bankia ‘Zombie’ Peril，”Bloomberg Business，May 9，2012.Last accessed January 4，2016，from http：//www.bloomberg.com/news/articles/2012-05-09/sovereign-corporate-bond-risk-rises-credit-default-swaps-show.
10. See for instance Martin Hellwig，“Financial Stability，Monetary Policy，Banking Supervision，and Central Banking，”Max Planck Institute for Research on Collective Goods（2014）.Last accessed January 4，2016，from https：//2014.ecbforum.eu/up/artigos-bin_paper_pdf_0304507001401014475-683.pdf.
11. Alexander Möthe，“Cristiano Ronaldo geht—zur EZB，”Handelsblatt，July 27，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/boerse-inside/kurioses-kreditgeschaeft-cristiano-ronaldo-geht-zur-ezb/4438824.html.
12. Vincent Browne，“Let’s Own Up to Our Part in the Burst Bubble，”Irish Times，April 6，2011，http：//www.irishtimes.com/opinion/let-s-own-up-to-our-part-in-the-burst-bubble-1.564844.
13. Luis Garicano，“Five Lessons from the Spanish Cajas Debacle for a New Euro-wide Supervisor，”Vox，October 16，2012.Last accessed January 4，2016，from

http：//voxeu.org/article/five-lessons-spanish-cajas-debacle-new-euro-wide-supervisor.

14. Andreas Hadjipapas and Kerin Hope，“Cyprus Nears 2.5bn Russian Loan Deal，”Financial Times，September 14，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.ft.com/intl/cms/s/0/655a3fd2-de31-11e0-9fb7-00144feabdc0.html#axzz3Lvk7ym2N.

15. Rachel Cooper，“Cyprus Bailout：Timeline，”Daily Telegraph，March 25，2013.Last accessed January 4，2016，from http：//www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9951858/Cyprus-bailout-timeline.html.

16. “Bail-Ins：EU Deal Protects Taxpayers in Bank Bailouts，”Spiegel Online，June 27，2013.Last accessed January 4，2016，from http：//www.spiegel.de/international/business/eu-deal-would-require-bail-ins-in-future-bank-rescue-plans-a-908175.html.

17. Council of the European Union，“Council Agrees Position on Bank Resolution，”Press Release 11228/13，June 27，2013.Last accessed January 4，2016，from http：//www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/137627.pdf.

18. Mario Draghi，“Banking Communication—Treatment of Subordinated Debt in Precautionary Recapitalization，”Letter to Joaquin Almunia，July 30，2013.Reproduced in El Pais and The Daily Telegraph.Last accessed January 4，2016，from http：//ep00.epimg.net/descargables/2013/10/21/e4c63829a1ef61f17a50533be5a2e3a9.pdf and from http：//blogs.telegraph.co.uk/finance/files/2013/10/letter-full.jpg.

19. For a more detailed account，see Miles Johnson and Peter Wise，“Banco Espírito Santo：Family Fortunes：Bank Chief Ricardo Espírito Santo Salgado Faces Allegations That His Group Engaged in a Fraud，”Financial Times，September 11，2014.Last accessed January 4，2016，from http：//www.ft.com/intl/cms/s/0/a63a4a56-32c0-11e4-93c6-00144feabdc0.html#axzz3D6OCJLme.

20. Axel Bugge，“Update 1—Portugal’s Novo Banco Completes BESI Sale to China’s Haitong，”Reuters，September 7，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//www.reuters.com/article/2015/09/07/novobanco-haitong-idU.S. L5N11D32720150907.

21. “BES Rescue Saves Senior Bondholders，”Financial Times，August 4，2014.Last accessed January 4，2016，from http：//video.ft.com/v/3712187340001.

22. “Wie Bankberater ihre Kunden ausnehmen，”Focus 43（October 20，2008）：144f.

23. Tom Beardsworth and Loreenzo Totaro，“Italy Plans Fund to Help Savers of Four Rescued Banks，”Bloomberg News，December 11，

2015.http： //www.bloomberg.com/news/articles/2015-12-11/italy-plans-fund-to-help-savers-of-four-rescued-banks.

24. 同上。

25. http：//www.mef.gov.it/focus/article_0001.html.

26. 可参考Martin Sandbu，“Free Lunch，” Financial Times.Last accessed January 27，2016，from https：//next.ft.com/content/8984288c-c43c-11e5-b3b1-7b2481276e45.

第十一章　银行业联盟、欧洲安全债券以及退欧风险

至此，本书关于银行业危机的机制和危机管理的内容，不仅适用于整个欧元区，对单个国家而言也同样适用。从本章开始，我们将围绕欧元区展开专门探讨。至少在中短期内，深度一体化的政治和财政联盟更像是一种理想化的结果，其政治可行性并不高。联盟中的成员国有着不同的经济哲学和政治理念，加上规模庞大、分布于各国的金融部门，对经济和金融稳定构成了严峻挑战。其中的一些挑战对起草《马斯特里赫特条约》的政策制定者来说，都是始料未及的。

在这种现实背景下，政策制定者们找到的解决方案是，建立一个最小范围的货币联盟：探索建立能让某种共同货币正常稳定运行的最低要求，而不一定需要深度政治一体化，从而使损失分担降到最低。可想而知，欧洲各主要国家对这些最低要求争论不休。

在这样一个货币联盟中，各国政府所采取的行动可能会以其他成员国的利益为代价，常常导致未能及时做出合理的政策应对，严重的经济扭曲随之产生。不过，可能正如法国政治家让·莫内绝妙机智的预言所说，扭曲所产生的问题和危机，需要新的工具和制度结构来解决，最终会让一体化程度更高。然而，要使这种“莫内过程”变为现实，关键在于所有成员国能够相互理解，并就必要的制度结构达成一致意见。

但是，不和谐的声音此起彼伏。布鲁塞尔——欧盟委员会总部所在地——往往要求大力推进中央集权，包括建立财政联盟。法国的政策制定者并不反对为实现金融稳定而进行财政转移，却不愿意将更多的国家权力移交给布鲁塞尔。德国将自己视为欧洲的大财长，因而担

心银行救助会借道“后门”导致转移支付联盟（transfer union）。法国最终看到的是无成本的流动性问题，而德国最终看到的是需要转移支付的偿付能力问题。于是，大家开始寻求建立一个稳定的货币联盟：没有财政转移支付，除非以隐秘的形式；主要在国家层面实施积极的宏观审慎政策；对流动性工具实施有限度的欧洲化。

本章首先列举了在不完全的货币联盟中不同的经济扭曲现象，然后综述欧元危机期间所采取的措施，重点探讨建立欧元区银行业联盟这一提议。随后，本章还研究了安全资产对货币联盟内的金融体系稳定的重要作用，以及当投资者担心某个国家可能会退出货币联盟时引起的不稳定。最后，从这些分析中得出一些政策结论。

本章探讨以下问题：

●各国政策制定者利用何种激励手段将损失推给外国人？为什么银行在繁荣时期是全球的，在危机时期是国家的?

●对货币联盟成员国之间再分配问题的担忧，如何对中央银行作为最后贷款人的行为产生负面影响?

●什么样的制度设计才能阻止各国争先恐后地对本国银行资产采取“圈护策略”（ring-fence）？

●欧洲银行业章程是不是解决所有金融问题的良方，包括经济状况良好时的税收，以及危机时期的成本问题?

●在危机时期，资本跨境流动往往是逃往安全之地，那么欧元区的安全资产在遏制这种流动方面有何重要作用?

●退出货币联盟而引发的货币再定价风险如何影响利率以及破坏货币联盟的凝聚力?

货币联盟中的银行业

在危机最严重的时候，法国和危机国家一起强烈要求建立一个银行业联盟。这一想法可追溯到20世纪80年代后期关于货币联盟最初的讨论。根据当初的计划，所有监督管理权归中央银行所有。然而这一方案在20世纪90年代早期遭到德国央行的反对。时任德国央行行长汉斯·蒂特迈尔担心的是，把监管权交给央行暗含了央行提供救助担保的信号，从而引发道德风险问题。这些政治讨论（详见第十五章）的最终成果，是在欧洲央行章程中加入了一个条款（第25条），允许欧洲央行提供建议（但不真正行动），在《马斯特里赫特条约》中纳入相应的条款（第105条，即现行《里斯本条约》第127条），设置足够的障碍，使整个欧元区范围的银行业监管实际上不可能实现。

《马里特里赫特条约》公布后出现了一种观点：一家金融机构潜在的偿付能力问题应由该机构总部所在国的财政部门来解决；单一机构的流动性问题应由本国央行来解决；而对整个货币体系构成威胁的流动性问题则应由欧洲央行来解决。注

但是，近期的金融和债务危机表明，缺乏明确制度安排的欧洲监管框架所造成的经济扭曲会产生破坏性的后果。很重要的一点是，货币联盟各成员国之间出现了再分配的问题，而这一现象的政治影响在国与国之间要大于在一国之内。本部分探讨了这些经济扭曲现象及其政策应对，也就是建立银行业联盟。银行业联盟的建立改变了欧元区的制度框架，该框架有三大支柱：

●欧洲银行业单一（而不仅仅是协同）监管机制。

●处置破产银行的单一清算机制。

●提供财政支持，帮助资不抵债的银行实施资本重组，实行可能的联合存款保险计划，让流动性不足的银行的个人储户无须担心挤

兑。

最后，本部分探讨了近期关于欧元区资本市场联盟的讨论。

经济外部性与经济扭曲

至少从理论上说，一个由千差万别的国家组成的货币联盟将面临许多问题。本章主要探讨这些问题：在危机时期，以牺牲他国利益为代价，争相圈护本国资产；想要把损失推给外国人；把所有问题都当成流动性问题，从而丢给欧洲央行处理；想方设法破坏货币融资禁令等。下面我们将依次展开讨论。

国际背景下的争相圈护与恶性循环

当一家跨国银行遇到问题时，母国监管当局往往会圈护和严控其资产。金融稳定问题，尤其是清算、自救和破产程序等，都是在国家层面实施。英国央行前行长默文·金（Mervyn King）经常被引用的一句话就是“活着的时候是全球的，死亡的时候是国家的”，这句话很好地概括了跨国银行的特点。㊟如果在危机时期，所有监管当局出于国家利益同时决定圈护其资产，那么即便是原本健康的银行，其偿付能力也会受到损害。因此，监管应对必须协同合作。如果市场参与者开始对各国监管当局的协同能力产生怀疑，那么他们向银行提供充足资金的意愿就会削弱。这本身就会给金融机构造成压力，导致其潜在的破产，最终使资产圈护策略变得合乎情理。

换句话说，协调问题和破产问题可能会因为人们的担忧而成为现实。英国利用反恐法律来严控冰岛银行的资产，这说明为了达到资产保护的目的，一个国家会竭尽所能，也说明缺乏协调会造成怎样的伤害。总体而言，这表明在危机时期，缺乏国家间协调的银行处置方式会对国际资本流动带来极具破坏性的影响。

在繁荣兴旺时全球捞钱而在破产时祸害国家的银行，还引发了另一个问题：在相当大程度上将顺周期性带入金融体系。在经济繁荣时期，跨国银行在全球范围内管理流动性，一个地区暂时的流动性紧缺可以很容易地用其他地区多余的流动性来对冲。但是，当危机到来时，这种多元化的益处便消失了，银行必须对流动性进行本地化管理。

对金融机构的监管，尤其是处置权力，始终掌握在国家手中，其根本原因在于处置任务通常都需要财政资金。而且关键在于，各国支持金融系统的财政能力有所不同。财力雄厚、银行资本充足的国家能为金融系统提供可靠支持，本国银行也能保护主权国家免受再融资风险。但对于财政实力不足、金融系统薄弱的国家而言，情况则有所不同：第十章讨论的主权债务与银行之间的恶性循环就会在危机时期出现。因此，同一个货币联盟中的不同国家，其稳定国际资本流动的能力，以及对资本流动突然逆转的承受能力，都会大相径庭。

将损失推给外国人——不情愿的国际援助

前文在讨论金融主导时提到，资本充足的银行担心危机时期的损失会被推给银行来承担。比如，私人破产法的修改使（抵押权）止赎成为不可能，或者使私人贷款和抵押贷款违约更容易，从而将损失从家庭转移到银行身上。如果银行的所有者是外国人（无投票权），那么通过此类法律修订的激励就更强。其结果是，在危机时期，银行的国家性得到强化，它们从外国市场撤离，并且不愿意无偿将流动性从母国转移过来。当然，这只是我们先前探讨内容的一个延伸。出于同样的原因，如果债权人大多是外国人，政府违约的意愿会更强。因此，当危机发生时，外国人可能不愿意持有主权债务。[注]

真正的泛欧洲银行少之又少，很可能也是由这种经济扭曲造成的。的确，在这样一个体系中，银行更愿意通过中介链条来间接融资，于是家庭贷款往往主要由地方银行来发放。看起来欧洲似乎有很

多跨国银行，比如德意志银行、西班牙桑坦德银行和意大利裕信银行之类的超大型银行机构。但是在法律事实上，这些集团包含很多在不同国家运营的银行公司，各国监管当局将之作为单独的实体来看待。意大利裕信银行在这方面的复杂性尤其明显，其子公司德国联合抵押银行（German HypoVereinsbank）拥有奥地利银行（Bank Austria），后者在许多中东欧国家的子公司分布于欧元区内外。银行集团发布核算盈利数据，但在监管以及潜在的损失吸收方面，则变成国家性实体：奥地利银行和意大利裕信银行或裕信德国（Unicredit AG，联合抵押银行只是一个品牌，而非法人实体）是不同的实体。

政府无力承诺不侵占外国人的资产，这也是为什么欧洲当局的银行资本重组和稳定措施难以实施的另一个原因。如果一家欧洲机构为一个国家的银行资本重组提供资金，那么本国政客可以简单地通过允许抵押贷款的债务人轻易违约，将损失从家庭部门推向银行业。

将所有问题都当作流动性问题的倾向需要央行流动性支持

把损失推给外国人的倾向与偿付能力问题还是流动性问题的考量相联系。在危机时期，一国央行可以通过向遭遇困境的金融机构提供紧急流动性支持来稳定经济。但是，正如贯穿本书的主要观点，要明确区分偿付能力和流动性问题，往往是非常困难的。如果国内银行依赖国外流动性资金（或欧元区最后贷款人的资金），那么该国监管当局自然不愿意解决其偿付能力问题。事实上，无论何时，一旦出现质疑，监管当局都乐于将所有问题归结为流动性问题，然后要求欧洲央行给予救助，因为后者的介入使可能的违约损失被分摊而无须某个单一国家来承担。(注)

有疑问时，就将融资问题归结为流动性问题而非偿付能力问题，这与法国奉行的理念是一致的：只要欧洲央行的流动性支持覆盖范围足够广，实际损失就永远不会发生。相反，德国人认为，除流动性问题之外，还有偿付能力问题，所以到头来，损失会变为现实。究竟该

由哪个国家来承担损失，这一问题将我们先前关于金融主导的讨论提升到国际层面。如果欧洲央行插手干预，那么最终损失可能由它来承担。如果一国当局直接处理偿付能力问题，那么损失可能由其国内各个州来承担。因此，欧元区的结构使财政当局和央行之间的关系变得更加复杂，两者面临着第二场懦夫博弈。在这场博弈中，任何一方都不愿吸收损失，好似马路上的罐头盒子被一脚踢开，而损失将会持续增加。最终的结果要比双方共同承担损失并从一开始就推行结构性改革的结果，更加糟糕。

显然，如果监管限于国内，信息未能在欧洲层面实现共享，就没有办法解决关于流动性紧缺与偿付危机之间的争议，从而使不信任的情绪四处弥漫。这一简单的观点表明，由于可能出现对再分配的担忧，货币联盟中的流动性支持从政治上来讲较难实现，这也可以解释为什么在跨境货币联盟中央行的干预更容易引发争议。

利用银行绕过货币融资禁令

《马斯特里赫特条约》明确禁止以任何形式对政府支出进行货币融资（第122条）。但实际上，对央行行为的约束并没有如字面上表述的那样牢不可破。为绕过这一禁令，国家可以通过监管施压，说服银行购买有风险的政府债务。随后，银行可以将政府债务抵押给欧洲央行，实现对购买政府债务的再融资。如果政府债务需要重组，那么欧洲央行便面临损失，以上就是政府债务货币化的情形，相关成本将由所有成员国来承担。货币联盟中的某些损失，再次被推到外国人身上。

作为解决方案的银行业联盟

随着危机加剧，各种经济扭曲问题开始出现，欧元区国家陷入困境，北欧债权国和南欧债务国之间的冲突尤其显著。面对这些经济扭

曲问题，再加上第十章提到的主权债务与银行的恶性循环，建立欧元区范围内的银行业联盟便成了一个合乎逻辑的选择。

全球金融危机的催化作用

2009年，全球金融危机还处于初期，这场危机似乎在很大程度上只限于美国，但已经首先对法国和德国的银行产生了不利影响，欧洲银行业协调监管的问题再次显现。一个专家小组随之成立，担任主席的是国际货币基金组织前总裁、法国央行行长雅克·德拉罗西埃（Jacques de Larosière）。专家小组提出建立一个欧洲金融监管体系（ESFS），包括负责宏观审慎监管的欧洲系统性风险理事会（ESRB），以及负责加强欧盟成员国间银行业监管协调的欧洲银行管理局（EBA）。欧洲证券和市场管理局（ESMA）、欧洲保险与职业养老金管理局（EIOPA）和欧洲银行管理局，并称为欧洲三大监管当局（ESAs）。

欧洲银行管理局的任务之一，就是开展对欧元区银行的压力测试，压力测试最先于2010年由欧洲银行管理局的前身——欧洲银行业监管委员会（CEBS）执行。压力测试的缺陷严重损害了欧洲应对银行业危机措施的效果和可信度。许多市场参与者正确地推断，这些压力测试只是徒有虚名，与2009年3月美国更加严格的压力测试形成鲜明反差。2011年夏，债务危机的威力开始真正显现，欧元区再次开展压力测试。这场危机的余波损害了刚刚成立的欧洲银行管理局的可信度。有八家银行（其中五家在西班牙，两家在希腊）没能通过压力测试，但所有德国和法国的银行都被宣称是安全的。一家大型比利时—法国银行——比利时德克夏银行通过了测试，其核心一级资本充足率为10.3%（远高于6%的标准），但有34亿欧元已违约的希腊债券敞口，其衍生品头寸因德国政府债券收益率的降低而贬值。

最终于2011年10月，比利时、法国和卢森堡三国政府对德克夏银行施以救助。差不多同一时间，主权国家和银行之间的恶性循环开始

发挥威力，令先前的压力测试结果更无可信度，出台新的解决方案已迫在眉睫。

重要进展：2012年布鲁塞尔峰会

2012年夏，包括法国和几个外围成员国在内的一些国家，强烈要求将银行资本重组纳入欧洲稳定机制的范围，希望利用该机制，通过资本重组直接对国内银行体系提供支持，无须本国政府借款并申请欧盟与国际货币基金组织项目（EU-IMF，该项目有严格的附加条件）。当然，对于通过欧洲稳定机制直接进行资本重组，德国表示强烈反对。德国政客担心，此前因过度借贷而产生的遗留损失会被转移到欧洲纳税人身上，因此不愿使用德国自身的存款保险基金来救助西班牙的问题银行。同样，德国人还担心，通过欧洲稳定机制来进行资本重组，会为今后树立一个反面典型，引发道德风险。最后，任何无条件的外部援助都被认为是不可取的。

即使在这样的背景下，各方仍于2012年6月达成颇有成效的妥协。就在布鲁塞尔峰会之前，默克尔还下定决心要坚守德国的立场，拒绝扩大欧洲稳定机制的范围。但是最终她巧妙地退让了一步，将扩大欧洲稳定机制的范围与建立银行业联盟紧密地联系在一起。只有新的欧洲单一监管机制建立起来，银行才能通过欧洲稳定机制进行直接资本重组，尤其是西班牙的银行。这其中的逻辑无懈可击：如果欧洲当局在无法独立查证资产负债表质量的情况下，就把钱投入银行体系，这在道理上是说不通的。精明的默克尔其实并没有真正做出让步。只要有必要，德国就可以反对和拖延银行业联盟的建立，因而欧洲稳定机制扩大与否的控制权仍然在默克尔手中。但是很快，在德国国内，默克尔还是因为妥协而受到批评。德国议会全盘推翻了建立银行业联盟的想法，认为这是潜在的财政转移支付通道。

协议达成的当晚，正是华沙的欧洲杯半决赛之夜，意大利凭借马里奥·巴洛特利（Mario Balotelli）的两粒精彩进球战胜了德国。会谈之

初，欧洲政界领导人都在密切关注这场球赛，比赛结果似乎使西班牙和意大利总理信心大增。会议一直开到凌晨五点，意大利总理马里奥·蒙蒂自认为已经消磨了德国的意志，和球赛一样取得了胜利。看上去，默克尔同意降低获得欧洲稳定机制资金的门槛，也同意在建立欧洲单一监管机制（SSM）之后通过欧洲稳定机制来对银行实施资本重组。蒙蒂本人并非球迷，却在强烈的爱国情结下难以自制。意大利人将他称为另一位“超级马里奥”。

会议一结束，分歧就开始显现。不管公报中怎么说，布鲁塞尔峰会一结束，欧洲理事会主席范龙佩就发表个人声明说，“我们要求理事会将这些提案作为2012年底前的紧急事项来对待”，领导人已经“要求理事会迅速行动，争取在年底前能有结果”。[注]但是，各国在观点上的差异不可小觑，这从方案落实的时间安排上便可见一斑。德国公开强调说，新方案的质量比任何时限都重要，试图以此转移时限的压力。很显然，许多国家也不愿行动并希望延长时限。事实上，同年9月的峰会也未能就时间表达成一致。直到2012年12月13日，在来自欧洲央行行长等人的巨大压力和苦苦劝说下，各国领导人才在这年的最后一场峰会上达成一致。各国同意通过欧洲稳定机制对银行实施直接资本重组，但要等到2014年。这是默克尔的又一次战术胜利。

向单一监管机制迈进

在银行业联盟建立之初，大多数进展都来自监管方面。最主要的问题无疑是，欧洲央行是否应该成为整个欧元区的金融监管机构。将金融监管和货币政策两项大权交给同一个机构，其优缺点都显而易见。最大的优点在于，金融监管者和货币政策制定者之间的信息沟通变得无比迅速，能够在金融危机出现时立刻调整货币政策以及时应对。而且，如前文所述，各国监管机构往往会宣称所有问题都是流动性问题，必须要欧洲央行干预才能解决，而单一监管机制则可以解决这一问题。

但是，有些德国评论员担心，一旦欧洲央行在金融监管上出现差错，其声誉就可能受损，进而影响价格稳定。他们尤其担心，政策制定者可能会利用手头的货币工具来掩盖其在银行监管上的过错。但即便有这些担忧，欧洲央行最终还是“对与所有欧元区银行金融稳定以及筹备和执行相关的所有具体监管职责负有最终责任”，各国监管部门则“继续在日常监管欧洲央行的决策上发挥重要作用”。注同时，委员会还提议，欧洲银行管理局应当起草一份单一监管手册，“以保护单一市场的完整性，确保所有27个欧盟国家银行业监管的一致性”。注总的来说，获得单一监管的权力对马里奥·德拉吉和欧洲央行来说都是一场重要胜利（见第十五章）。注

单一清算机制

单一清算机制的建立是迈向银行业联盟的第二个重要举措。2013年7月，欧盟委员会提出建立以单一银行清算基金（Single Bank Resolution Fund）为基础的单一清算机制，用于处置困难银行。此举旨在通过由各国清算流程和基金组成的复杂网络来形成优势：集中决策可以帮助确保决策制定的及时性和有效性，避免行动不协调，把对金融稳定的不利影响降至最低，同时减少对财政支持的需求。其法律依据是《欧盟运行条约》第114条关于“内部市场的建立和运行”的内容。欧盟委员会于2013年7月发布相关规定，并于2014年8月19日正式实施。

与此同时，关于通过欧洲稳定机制直接对银行实施资本重组的磋商仍在继续，此事和以往一样在德国引发争议。根据该提案，为达到一级普通股本4.5%的要求，最初所需要的资本应来自银行总部所在的成员国；在此之后，欧洲稳定机制应与成员国共同出资。在直接重组的前两年，成员国应提供相当于公共筹款总额20%的资金。存款保险的上限是10万欧元，这一金额是根据“货币的交易职能”来确定的。注除了这部分金额外，至少（总资产的）8%需要以自救方式来解决（如

第十章所述，该规定于2016年1月生效）。值得注意的是，这一规定所带来的激励效应：新规则鼓励银行持有更多的资本，为债券持有人提供更多保护。清算资金首先由成员国清算机构提供，在过渡期后由单一银行清算基金提供（“最后担保规则”，backstop regulation），目标金额为550亿欧元。与2013年欧元区9.60万亿的GDP总量、欧元区银行23.13万亿的总资产以及1.34万亿的总股本相比，这个数字并不算高。这些自救规定以及由此反映出来的妥协，明显受到塞浦路斯的先例和与之相关的自救（德国观点）和外部救助（法国观点）争论的推动。

完善银行业联盟：存款保险

不出所料，银行业联盟的第三大支柱——由欧盟委员会提出建立的存款保险制度——最具争议。德国财长沃尔夫冈·朔伊布勒对此明确表示反对。[注]欧元区许多其他成员国也认为，应当先建立国家层面的存款保险制度，才可考虑建立欧元区范围的保险机制。包括德国在内的许多国有银行都坚决反对存款保险制度的欧洲化。至少可以说，第三大支柱的进展十分缓慢，这一点不足为奇。

超越银行业联盟：资本市场联盟

除银行业联盟以外，2014年中，欧洲政策制定者开始了关于建立资本市场联盟的讨论。值得注意的是，因其主要推动力量为欧盟委员会，这一联盟将在欧盟层面建立（而非仅限于欧元区成员国）。

建立资本市场联盟的目标主要有两个。一是减少对银行的依赖。一直以来，欧洲的企业尤其是中小企业，有80%的融资都来自银行。欧盟委员会希望通过进一步整合资本市场，将这一数字降到美国的水平，让企业主要在资本市场上融资。正如欧盟委员会主席容克所说：“这将削减融资成本，尤其是中小企业的融资成本，帮助欧洲降低对银行资金的高度依赖。”[注]此外，由于股权融资不存在挤兑问题，

也无须展期，因此受金融不稳定的影响较小。二是资本市场联盟有助于统一规则。当前，由于各国监管方面的差异，进行投资需要对当地监管规则有所了解。因此，统一监管规则将使资本转移更加顺畅。

安全资产：逃往安全之地的跨境资本流动

要让经济金融稳健运行，安全资产至关重要。对许多持有风险资产的机构来说，安全资产是一种价值储存手段。这些机构希望将其财富的一部分以资产的形式储存，从而在受到巨大冲击时有所依靠。安全资产不同于无风险资产。无风险资产是指在某个给定时间段内不存在风险的资产。相反，安全资产是指无论其持有者希望何时赎回，该部分资产都能保持较高价值。简而言之，安全资产就像一个好朋友（定义见第十章），且与基本现金流回报之间并不一定存在一一对应的关系。比如，在危机最严重的时期，虽然德国的风险——比如以信用违约掉期息差衡量——在上升，但其政府债务却在升值。

安全资产的原型是央行准备金（当通胀风险较低时）和黄金，但政府债务也是一种安全资产。政府债务发挥了双重作用，它不仅可以为政府的公共产品和服务供给提供所需的资金，还是理论上兼具安全性和流动性的财富储存方式，当机构资金干涸时，是值得依赖的有息资产。事实上，欧洲银行业监管当局将所有欧元区的政府债务都视作零风险。将政府债务的风险权重设为零，这是有问题的，主要原因有二。第一，如果一个国家的央行能提供临时流动性支持，那么政府债务就不存在流动性风险，因此不会出现临时挤兑的问题。然而在欧元区，各国并不具备独立自治的中央银行，因而这一点较难实现。第二，欧洲银行业监管当局假定，所有欧元区国家都具备稳健的财政政策，因此忽视了主权债务的违约风险。但是，这一假定与《马斯特里赫特条约》中达成一致的“不救助条款”是相违背的。一个显而易见的

例子是，在欧债危机期间，市场对许多外围国家政府债务的“安全资产地位”产生了怀疑。

本节探讨的是，如果安全资产未能在成员国之间均衡分布将会带来什么问题。如果一个货币区的安全资产与某个特定的成员国，而非真正的欧元区资产相联系，那么一旦受到不利冲击，国际资本流动就会立即出现逆转。当市场参与者纷纷涌向安全资产时，就会带来严重的扭曲问题。比如，在欧债危机期间，每一次危机加剧时，资本都会从外围国家涌向核心国家（尤其是德国）。

逃向安全的跨境资本流动

德国十年期国债是目前欧元区最主要的安全资产。每当欧债危机进一步加剧，即便基础价值下降（反映在德国信用违约掉期息差上升，这是衡量德国债务风险水平的指标之一），德国十年期国债的价值都在不断增加。图11.1显示了2011年4月到10月期间德国十年期国债收益率和十年期信用违约掉期息差的变化情况。

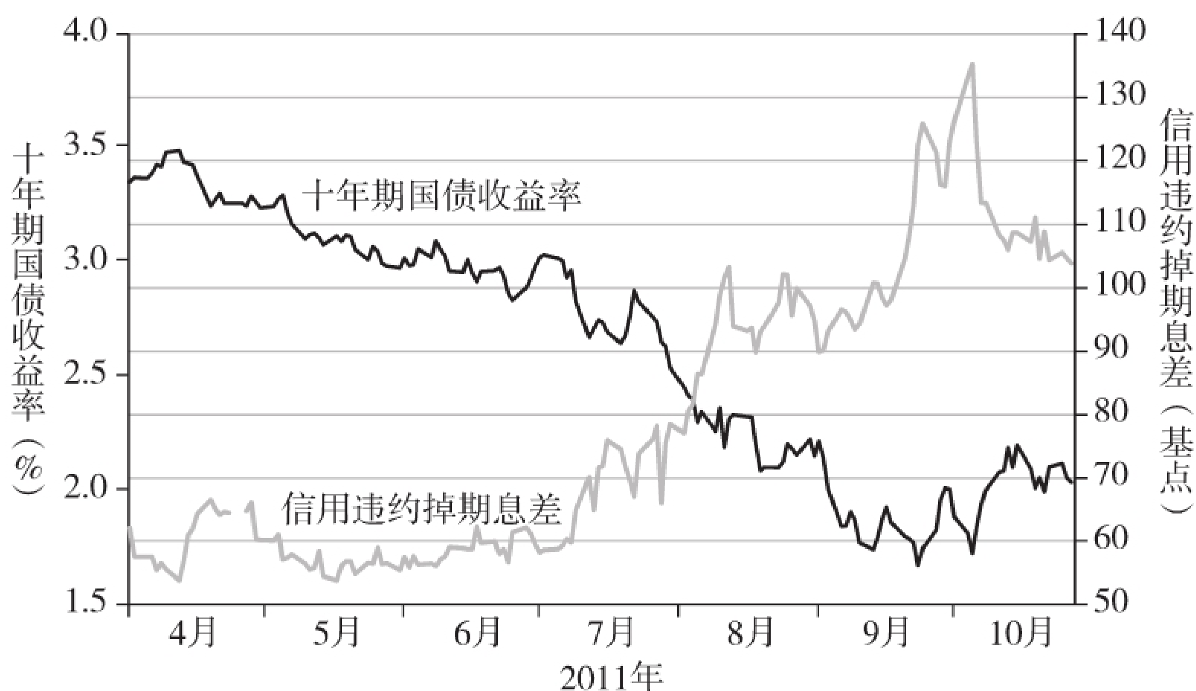


图11.1　德国信用违约掉期息差与十年期国债收益率

因此，每当风险上升，德国政府债券的收益率都会下降，也就是说其价值在增加。这似乎违背常理，却是安全资产最典型的特征。其增值的原因并不是基础价值在增加，而是因为其他人也认为它是安全的，这几乎是同义反复。由此暗示了一个事实，即安全资产拥有“泡沫”的某些特质。这可以很容易地用黄金的例子来解释：当危机恶化时，其价格往往会上升，虽然它最基本的用途（比如对珠宝商而言）并未改变。原因很简单，因为危机期间，人们希望把黄金作为一种安全的价值储存手段。但请注意，安全资产的地位也可能会丢失。危机前，西班牙的主权债务可能是很好的安全资产，尤其对西班牙银行来说。但投资者突然不再信任这种资产：它失去了安全的标签，利率升高的幅度也超出常理。安全资产地位的丢失，就好像泡沫的破裂。

通常认为，市场深度使德国政府债务享有流动性溢价。的确，德国国债的交易量非常大，但让它成为安全资产的原因，是它在危机期间还能升值。另一个安全资产的例子是美国政府债券。2011年夏，美国国会和奥巴马政府之间僵持不下，美国面临偿债违约风险，但悖论是，美国政府债券的价格却出现飙升。这再一次说明安全资产的基础价值和其价格之间存在差异。

然而，欧洲和美国之间最主要的差别在于，美国政府债券是整个货币区的单一安全资产，而在欧元区，安全资产并非由所有成员国发行：它是德国债券，而非欧洲债券。可以说，欧元区缺乏覆盖整个区域的安全资产，因此其银行业联盟也是不完整的。

欧洲安全债券

本书第六章提到，在欧债危机最严重的时候，出现了许多发行（某些）欧洲债券的提案，几乎每一种都涉及“债务共担”（debt mutualization）。这些提案最主要的目的是降低政府融资成本，进而降低私人借贷成本。鉴于欧元区的财政规则不断被突破，加之共同负债与“德国式”负债原则（拒绝分离控制权和责任）难以相容，因此，德

国总理默克尔尽毕生之力反对具有连带责任的全面债务共担，也就不足为奇了。[注]

欧洲经济学集团（Euronomics group）提出了一种不带有任何连带责任的方案：欧洲安全债券（ESBies），本书作者也是该集团的成员。[注]这种债券的目的是通过创造一种欧洲安全债券来限制危机期间逃往安全之地的跨境资本流动所造成的扭曲。并且，欧洲安全债券可作为安全资产由银行所持有，从而打破第十章提到的银行风险和主权债务风险之间的关联。

欧洲安全债券的运作模式是这样的。首先，一个实体——可以是公共部门（如欧洲债务机构）也可以是私人部门（如大型银行或资产管理公司）——购买一个政府债券组合。该组合会按照某一上限（如GDP的60%）与政府债务的规模构成一定比例。根据此欧元区政府债务组合，该实体会发行一种欧洲安全债券和一种欧洲次级债券（EJBies）。该实体的资产负债表结构将会变成如图11.2所示。

资产端	负债端
政府债券投资组合	欧洲安全债券
	欧洲次级债券

图11.2　创造欧洲安全债券和欧洲次级债券的欧洲债务机构或私人机构的资产负债表

根据该提案，欧洲安全债券需要将国债进行组合，再将其分为优先债和次级债。当一国政府面临债务违约时，发行实体的资产负债表上的资产方将缩水，负债方也将随之缩水。需要注意的是，这些损失将首先由次级债的持有人承担，因此，次级债对优先债起着保护作用。优先债（即欧洲安全债券）是整个欧元区的安全资产。逃往安全之地的资本不会再出现跨境流动，而是从欧洲次级债券向欧洲安全债券流动。

欧洲安全债券的第二个好处在于，如果银行以持有欧洲安全债券来取代国家政府债券，则可以消除主权债务和银行业风险之间的恶性循环。优先债将成为金融业的安全资产，与此同时次级债则由市场参与者、公司和家庭广泛持有（类似于美国的市政债券）。当所有人都追求更高收益，机构投资者希望持有期限更长的债券时，发售次级债并不困难。尤其是保险公司和养老基金，它们希望用长期（次级）债券来平衡长期负债，以对冲利率风险。为确保银行转而将优先债作为安全资产，监管部门应该为欧洲安全债券设定比同等规模的国债资产池更低的敞口限制或资本要求（风险权重）。有趣的是，消除恶性循环以后，政府违约的可能性降低了，彼此的关联性也降低了，从而使次级债的风险更小。(注)

由于欧洲安全债券主要规避了违约风险，欧洲央行可以在不承担任何违约风险的条件下，利用欧洲安全债券来进行公开市场操作，正如美联储利用美国国债所做的一样。利用不同期限的欧洲安全债券，可以得到一条无风险的收益率曲线，并将它作为欧洲央行可以施加影响的欧洲基准。

计价货币变更风险与退出风险

计价货币变更风险是指，比如希腊的家庭开始担心资本管制可能会使“希腊欧元”无法离开希腊，或不由自主地被转变为一种新的“希腊德拉克马”（Greek drachma，原希腊货币单位）。由于“德国欧元”不存在这种计价货币变更风险，希腊欧元的价值一定低于德国欧元。(注)只要希腊欧元可以1∶1地兑换成德国欧元，希腊人可能就会决定从希腊银行中取出存款去购买德国国债，或者将其存入德国银行。这会带来更加紧迫的问题，即希腊银行资金短缺，而拥有更多过剩存款的德国银行可能将之存放在欧洲央行。欧洲央行将不得不发挥更大的中介作用，将资金输送回希腊。

在退出欧元区这一货币联盟的时候，第二代泛欧自动实时总额清算快速转移系统（TARGET2系统）对收支不平衡的测定就变得非常重要。该系统本身是用于测算某个国家退出欧元区时，系统内其他成员对这个国家央行的敞口。希腊人将存款从希腊银行转入德国银行的举动，使系统中的余额迅速上升。通过将资金转入德国银行账户，希腊人转而持有“德国欧元”，从而规避了货币贬值损失。但是，在退出欧元区时，如果希腊央行无法在退出后偿还其系统中的债务，那么这些贬值损失将以系统余额减少的形式，变成其他国家央行的损失。(注)

关键是，即便只是存在退出欧元区的可能性，也会引来投机性攻击。投资者和投机者都可能会迫切促成某个国家退出货币联盟。换句话说，退出的威胁可能无须外力就会自动成真。投资者认为可能有一种均衡，即希腊不会退欧，希腊欧元会与德国欧元具有同等价值；但也可能有另一种均衡，对欧元区同质性的怀疑诱使投机者对希腊退欧下注。当退欧风险开始渐成现实，审慎的投资者为了对冲这种计价货币变更/退出风险，会卖空希腊欧元，买入德国欧元，从而加剧了退欧的可能性。只要希腊欧元和德国欧元能够等值交易，那么交易的唯一成本只是利差，即放弃较高的希腊利率，赚取较低的德国利率。但最终，退欧均衡可能会占据上风。

哲学观点

《马斯特里赫特条约》的起草人充分意识到这种机制的破坏性，因此特意没有列入关于欧元区成员国退欧的规定。这与法国的观点十分相似：将创立欧洲货币视为抵御投机者的有效屏障。由于对退欧并无任何明确规定，一旦发生就会引发混乱，同时也使不受限制地保护这一共同货币区成为一种事前承诺。这种忽视退出风险的“鸵鸟政策”，虽然从事后分析不免幼稚，却提供了强大的事前承诺，也阻碍了投机者对货币联盟中某个特定国家的攻击。

此外，法国也强调，潜在退欧可能有强烈的信号作用：如果有一个国家退欧，就证明欧元乃至整个欧洲一体化进程都具有可逆性。一旦某个国家退欧，市场就会开始攻击其他较弱的成员国，给这些国家带来更高的利率负担。由于面临计价货币变更风险，这些国家的政府债务将会有一个新的标价。最终，投机性攻击可能造成整个货币联盟的解体。作为欧元守护者，欧洲央行提出计价货币变更风险，也是给自己的干预措施提供依据。

短期内的投机攻击可能会增加退欧的难度，但为了重获竞争力，退欧却是必然之举。退欧以及与之相关的新货币贬值可能在所难免，尤其是在名义价格刚性或政治压力使内部贬值不可行的情况下。换句话说，这个国家可能不仅要面临本该避免的短期流动性问题，还会面临偿付能力问题。因此，一向偏爱规则清晰的德国并不反对就如何退出货币联盟制定明确规则。德国经济学家汉斯-维尔纳·辛恩甚至支持建立“呼吸式联盟”（breathing union），成员国可以按照一些特定规则加入或退出货币联盟，有时只是为了短暂的调整期，从而确保必要的财政纪律。在2015年希腊退欧引发热议期间，德国财长沃尔夫冈·朔伊布勒还提议希腊“暂时性退出”，但并未进一步将此举确立为一般原则。对行为不当的外围国家宽容以待，意味着所有规则都将受到损害，所以，长期来看，欧元区必然失败。事实上，根据这一观点，退

欧的威胁可以被当作一种有效的约束工具来使用，以确保预算赤字的可持续性，让稳定成为欧盟的发展方向。总之，一些德国经济学家认为，可以通过缩小货币联盟来建立一个更具可持续性的“核心”联盟，实现更深层次的一体化。

退欧通常意味着资本管制和银行资金供给的中断，因此，一旦发生退欧，欧洲央行就必然牵涉其中。欧洲央行一直声称，退欧决定只能由政府首脑做出。但同时，中断了对银行的流动性支持后——尤其是以紧急流动性援助（ELA）的形式，详见第十五章——欧洲央行实际上有权将一个国家从欧盟排挤出去。由于国内银行无法获得欧洲央行的流动性支持，政府也无法将债务强加在银行身上，因此不得不发行更多的本国货币来支付社会项目，完成退欧。

退出货币联盟的短期成本十分巨大。欧元区几乎所有的协议（尤其是各种公私债务协议）都以欧元为单位，因此一旦退欧，就无法界定这些协议应该继续以欧元还是以退出国的新货币来执行。当然，退出国可以通过立法来明确要求所有债务偿还全部更换为新货币。但是，债权人可能会尝试向欧洲及其他法院上诉，要求仍以欧元偿还。按照历史经验（尤其是近年来阿根廷的经验），法院很可能做出有利于原告的裁决，使退出国承担更多的成本。[注]

希腊退欧威胁

希腊退欧的可能又给欧债危机增添了额外的戏剧性，焦点事件有两个：2012年的希腊退欧可能，以及2015年的对“希腊意外”（Graccident）的担忧。

2012年希腊退欧威胁期间，金融危机传染引发担忧

2012年夏，对希腊退出欧元区——很快被称作“希腊退欧”——的担忧进入白热化。法国和欧洲央行都认为，希腊退欧在短期内一定会引发巨大的连锁溢出效应：意大利和西班牙的银行会遭到挤兑，因为存款人担心他们的资产会在一夜之间被转换成一种价值更低的新货币。其影响将远远超过多维尔会谈的影响。相反，德国人又拿一个对偶句来老调重弹：“以恐惧收尾，好过无尾的恐惧。”这些观点很好地证明了前文提到的一个基本的经济权衡：事后多重均衡与事前约束。为了拯救病人，是否需要将希腊这条受到感染的腿全部切除？还是手术本身就可能致命？希腊是否应该留在欧元区的决定权掌握在德国手中。

开始时，德国似乎很能接受希腊退欧。从2012年初开始，政客甚至政府官员，如沃尔夫冈·朔伊布勒都曾暗示说，如果希腊退欧，危机将更容易解决。事实上，支持希腊退欧的德国人可以引用凯恩斯主义阵营（尤其是一些美国学者）的观点，即希腊退欧可以成为重塑竞争力的有效工具。根据路透社消息，2012年6月，欧元区官员就被告知，要为可能发生的事件做好准备。在2012年6月15日的一场议会选举中，欧元区的狂热反对派似乎即将取胜，但就在选举开始前，希腊从银行中取出超过30亿欧元的存款。欧盟委员会和国际货币基金组织的官员开始秘密筹划“Z计划”。[注]德国央行公开声明，宁愿希腊退欧，也不要希腊违约：“这将给欧元区和德国带来巨大挑战，但这种挑战是可控的……相反，现行条约如果遭到严重违背，则会损害欧元区所有条约和协议的可信度……让整个制度的现状受到质疑。”[注]

但夏天一过，局面开始扭转。德国总理默克尔始终坚守自己的立场，随着时间的推移，在欧盟委员会官员和市场参与者的努力下，她开始相信希腊退欧将是一件十分危险的事情。事实上，随着对希腊退欧的恐惧加剧，基于对危机传染的担忧，其他外围国家的债券息差开始暴涨。美国也对此施加了压力：奥巴马政府担心，一次新的金融危机将使其丧失大选连任的机会，默克尔面临着终结所有可能的希腊退

欧计划的压力。事实上，2012年7月底，美国财政部部长蒂莫西·盖特纳在德国北海叙尔特岛的度假地会见了德国财政部部长朔伊布勒，就此事进行交涉（详见第十三章）。

为避免退欧，希腊政府也采取了措施。欧盟委员会主席若泽·曼努埃尔·巴罗佐对希腊新任总理安东尼斯·萨马拉斯（Antonis Samaras）说："别想着要求新条件了，这不可能；你要向德国传达的第一个信息是：告诉他们，你会满足现有的条件。"[注]萨马拉斯从罗马（最容易受到希腊影响的国家的首都）出发，再到马德里（很可能是下一张倒下的多米诺骨牌）、巴黎和法兰克福，在这场欧洲之旅中，事实证明，他是一位非常高明的沟通者，他让欧洲各国领导人相信，建立一个强大的联盟来游说希腊留在欧盟符合每个国家自身的利益。最后，他来到柏林与默克尔会面。这番话他已经在酒店排练了数小时，"我可以保证，我们将夜以继日努力工作以满足条件"，萨马拉斯说。[注]

这为默克尔的转变打下了基础。9月，默克尔明确表示支持一套新的希腊方案，反对希腊退欧。在德国，没有人能向她保证可以控制希腊退欧所引起的经济混乱，也没有人能预测，如果希腊真的退欧，会引起多大的多米诺效应。所以，至少在当时，在这场传染与纪律之间的博弈中，对危机传染的担忧以强大优势取得胜利。在这一政策转变的最后，默克尔于2012年10月高调访问雅典（警方高度戒备）——这是危机以来的第一次访问。法国政府相当兴奋，将德国态度的转变视为两国在此问题上密切合作的成果。11月，在欧盟峰会的前一晚，欧元集团达成协议，给予希腊343亿欧元的分期援助款项。

政治传染与2015年希腊意外的可能性

2014年末，希腊总统选举失败（该职位形同虚设），这让希腊陷入一场始料未及的政治危机。萨马拉斯的联合政府解散了议会，举行了新的选举，尽管其四年任期还未届满。阿莱克斯·齐普拉斯领导的极左翼政党（Syriza）优势明显。齐普拉斯与2011年西班牙的拉霍伊和

2012年法国的奥朗德一样，都向选民承诺，将解除一系列不受欢迎的紧缩措施，刺激希腊走出危机。甚至在选举之前，由于对极左翼政党获胜以及获胜后减少部分税收的预期，税收收入已经有所减少。这些都为希腊的下一场闹剧埋下伏笔。

似乎是回应萨马拉斯政府采取的措施，新领导人齐普拉斯以及那位魅力十足、喋喋不休的财长瓦鲁法克斯（Yanis Varoufakis）竟也走上了访问欧洲各国首都的旅程（最后一站是柏林），其目的是为一套刺激计划寻求支持。据希腊新任政府所言，这套计划将被应用于全欧洲，拯救整个欧洲。在伦敦和巴黎似乎引起了一些礼貌性的兴趣，但在南欧国家的待遇则明显冷淡得多。事实上，这趟旅程的开始和结束都是一场灾难：瓦鲁法克斯与欧元集团主席、荷兰财政大臣杰伦·戴塞尔布洛姆在雅典以及瓦鲁法克斯和沃尔夫冈·朔伊布勒在柏林都经历了一场冷战。

在这些冷淡反应的背后，是对经济危机传染的担忧已然大大减轻。2012年，希腊退欧还被视为对整个欧元区的威胁，而现在，危机传染的风险已经得到控制。同时，这也能解释其他南部国家的反应，即对政治危机传染的担忧却增加了。对希腊做出大的让步，成本可能并不高，却可能威胁南部国家的稳定，这些国家已经推行了改革并且取得了初步成效。最典型的例子是西班牙，和极左翼政党Syriza极为相似的新兴极左翼政党“我们可以党”已经成立，另一个是爱尔兰，旧民族主义政党“新芬党”（Sinn Fein）获得了越来越多的支持。

一直没把威胁全欧洲金融稳定当作一回事的希腊政府，最终意识到自己在根本上处于弱势。因此，2015年2月20日，欧盟将希腊援助协议延期4个月，对协议做了一些文字上的调整，同时要求希腊政府提交一份详尽的改革方案。朔伊布勒——他在雅典已经被妖魔化了——描述了希腊失败的结局：“治理国家就像是和现实约会，而现实往往不如梦想美好。”[注]欧洲官员（他们几乎全都对希腊新任政府表示深度怀

疑）希望达成一致意见，似乎也反映了历史悠久的德法联盟的复苏。但事实证明，这种复苏只是暂时的。

在希腊极左翼政党看来，这4个月的延期是进一步拖延谈判的机会，他们不断和欧洲债权国举行会议，但没有新的实质性成果。这表明，希腊打心底里不愿意按照债权国的条件接受新的救助计划。希腊的谈判风格永久地破坏了“三驾马车”和希腊之间仅存的信任。有趣的是，与2012年希腊危机不同的是，如其他欧洲领导人所料，这一次的经济危机传染风险相当弱。观察家们认为，一部分原因是欧洲央行的量化宽松措施在起作用。

然而，法国的观察家们仍持续强调危机传染的威胁，认为希腊退欧后，“退欧的精灵”就将被从瓶子里放出来，可能对整个货币联盟今后的稳定构成威胁。法国财政部部长米歇尔·萨潘对此尤其深信不疑，因为他从1993年开始就担任财政部部长，当时对法郎的一次投机性攻击把法国逼出了欧洲货币体系的汇率走廊。现在他认为任何国家退欧，都可能对其他成员国造成流动性威胁。

但是，德国方面则倾向于以严厉的方式对待希腊，对希腊退欧的后果也不再那么在意。因此，德法之间的裂缝比以往任何时候都要大，法国成为欧元区内的“希腊声音”，德国财政部则成为缩紧预算的坚定拥护者。由于希腊和德国之间已经不再彼此信任，债权国要求在任何谈判开始之前，希腊政府应预先采取某种措施。为了重塑信任，希腊政府需要释放一些可靠的信号，向外界表明自己愿意合作的态度，愿意实行结构性改革。

终于到了摊牌的时刻。关于改革的讨论拖延了4个月仍毫无成果，希腊政府决定举行一次公投。2015年7月5日，绝大多数希腊公民选择了拒绝救助条款。欧洲央行不得不限制其紧急流动性援助，导致银行关门，资本管制随之而来（详见第十五章）。希腊经济停滞，退欧近在眼前。希腊财长瓦鲁法克斯下台，各方最终达成一项新协议：为希

腊提供第三轮救助，但附带严格的结构性改革条件，比如要求希腊放宽商店的营业时间要求。2016年4月，国际货币基金组织对此项计划的可行性提出质疑，并呼吁在减免债务的同时，进一步开展结构性改革。

政策建议

本章和前一章已经提到，很不幸的是，《马斯特里赫特条约》忽视了银行业的现代化和国际化，也忽视了失衡的一体化的复杂性。因而，当面对全球金融危机复杂的影响时，欧元区似无缚鸡之力，这也就容易理解了。特别是，金融主导的威胁——《马斯特里赫特条约》完全忽视的一点——在货币和财政当局之间引发了第二重懦夫博弈。

欧洲的政策制定者迫切寻求解决办法。理论上，他们中大多数希望欧洲进一步推进一体化，但政治环境阻碍了推进工作。矛盾的是，法国愿意向欧洲转移资源，但不愿移交权力，尤其是预算权，而德国则不愿为布鲁塞尔提供更多的资源来救助（外国的）银行。结果，大家开始寻求以最小限度的措施来限制银行业危机的负面影响和溢出效应，事实上，这让采取行动的责任至少在短期内落到了欧洲央行身上。

旨在解决流动性问题的短期措施将导致长期的道德风险问题。为此，政策制定者需同时具备对未来制度框架的远见，以有效解决这些问题。要实现两种力量之间的平衡，就需要一个足够强大的制度环境，其基本理念并不是挽救少数表现最差的，而是竖立起防火墙保护好其他人，以激发自下而上的良性竞争，从而加强整个系统的稳定性。欧元区近期关于建立银行业联盟的计划正是朝着这个方向前进的。但是，我们看到，目前尚无整个欧元区层面的安全资产，短期内

似乎也看不到希望，但对于银行业联盟的顺利运行而言，这恰恰是不可或缺的。

一种可能的选择是建立欧洲银行业章程，实现金融业真正的欧洲化，也就是说，对于银行业而言，把欧洲变为一个“县城”。金融的方方面面——监督管理甚至财政纪律——全部上升到欧洲层面。经济向好的时候，银行的纳税就成为欧洲的预算，经济向坏的时候，这种课税权就成为结构性调整的必要保障，并且不会带来负面影响和传染效应。这在金融业规模大的小国肯定不受欢迎，而从政治角度而言，对英国也没有可能。

---

1. Martin Hellwig，“Yes Virginia，There Is a European Banking Union！ But It May not Make Your Wishes Come True，” preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods，Bonn 2014/12 （August 2014）.
2. Steve Schifferes，“Can Banking Regulation Go Global？” BBC，March 18，2009.Last accessed January 4，2016，from http：//news.bbc.co.uk/2/hi/business/7950758.stm.
3. 有学者解释了为什么外国人要将政府债出售给国内投资者，从而降低违约概率。见Fernando Broner, Alberto Martin, and Jaume Ventura,“Sovereign Risk and Secondary Markets，” American Economic Review 11 （2010）：1523-555。
4. 但是请注意，反过来是错误的：债权国仍希望如此解决流动性问题，因为如果不解决，就可能变成偿付能力问题。
5. 赫尔曼·范龙佩主席在2012年6月29日欧洲理事会后发表的言论。版本来自http：//europa.eu/rapid/press-release_PRES-12-309_en.htm，2016年1月15日。
6. European Commission，“Commission Proposes New ECB Powers for Banking Supervision as Part of a Banking Union，” Press Release Ref IP/12/953，September 12，2012.Last accessed January 15，2016，from http：//europa.eu/rapid/press-release_IP-12-953_en.htm.
7. 同上。
8. 详细时间表请见Wikipedia，“Single Supervisory Mechanism.” Last accessed January 4，2016，from http：//en.wikipedia.org/wiki/Single_Supervisory_Mechanism。
9. 在美国，金融危机期间，存款保险上限已经从10万美元调整至25万美元，这是根据中小型企业普遍现金收支情况计算的结果。

10. 见“EU-Einlagensicherung in weiter Ferne，”FAZ，September 13，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/finanzminister-treffen-eu-einlagensicherung-in-weiter-ferne-13800544.html。

11. European Commission，“Capital Markets Union：Unlocking Funding for Europe’s growth.” Last accessed January 4，2016，from http：//ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm.

12. “Merkel zur Schuldenpolitik：‘Keine Euro-Bonds，solange ich lebe，’”Spie- gel Online，2012年6月26日，http：//www.spiegel.de/politik/ausland/kanzlerin-merkel-schliesst-euro-bonds-aus-a-841115.html.。

13. Brunnermeier et al.，“ESBies：A Realistic Reform of Europe’s Financial Architecture，”2011，VoxEU，http：//voxeu.org/article/esbies-realistic-reform-europes-financial-architecture.

14. 正式分析请见Brunnermeier et al.2016，“The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies，”American Economic Review Papers and Proceedings，106（5），pp.508-512。

15. 反之，德国欧元将提供一次计价货币变更的机会，因为新德国马克将升值。

16. 退欧之前，第二代泛欧自动实时金额清算快速转移系统中的负债将急剧增长，导致央行的负债超出其资产。这在一定程度上是没问题的，因为央行可以负资产运作。

17. 见Sebastian Edwards，“Currency Changes and Contracts：Lessons for Greece，”Vox，August 16，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//www.voxeu.org/article/currency-changes-and-contracts-lessons-greece。

18. Peter Spiegel，“Inside Europe’s Plan Z，”Financial Times，May 14，2014.Last accessed January 4，2016，from http：//www.ft.com/intl/cms/s/0/0ac1306e-d508-11e3-9187-00144feabdc0.html#axzz3Lvk7ym2N.

19. Ian Traynor and Patrick Wintour，“Euro Area Crisis：Germany and France Clash over Eurobonds at Summit，”Guardian，May 23，2012.Last accessed January 4，2016，from http：//www.theguardian.com/business/2012/may/23/euro area-crisis-france-germany-divide.

20. Spiegel，“Inside Europe’s Plan Z.”

21. Marcus Walker，“Inside Merkel’s Bet on the Euro’s Future，”Wall Street Journal，April 23，2013.Last accessed January 4，2016，from http：//www.wsj.com/articles/SB10001424127887324695104578418813865393942.

22. George Georgiopooulos，“Greece Readies Reform Promises，”Reuters，February 22，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//www.reuters.com/article/2015/02/20/us-euro area-greece-idU.S.KBN0LO0O620150220.

第四篇　其他国家的视角

第十二章　意大利

在欧洲，不同思想之争主要发生在国与国之间，但也可能发生在一国之内。意大利在很多方面都是欧洲大陆问题在国家层面的翻版，欧洲不同经济哲学之间的差异也存在于该国之中。近期欧洲悲剧的方方面面都能在历史更为悠久的意大利找到对应。意大利可以说是欧洲经验的缩影。这个国家经常会被描绘为一个近乎绝望的实例，被视为欧洲病人，政治和官僚系统僵化，经济停滞不前，人才大量流失。然而，意大利的萎靡不振不过是普遍存在于欧洲大陆的各类问题的放大版本。显然，对于如何解决萎靡不振的问题，不可避免地存在分歧。

本章探讨以下问题，这些问题均和存在于欧洲和意大利的争论有关：

●意大利内部存在的不同经济哲学分别是什么?

●意大利南部和北部之间的转移支付联盟是否缩小了收入差距?

●国家和州/省之间的转移支付联盟如何能够稳定、持久?

●意大利如何使用汇率工具，需要面对哪些经济挑战?

●意大利政客如何应对经济衰退?

意大利内部不同的经济哲学之争

意大利经济学家被划分为两个主流学派——“德国派”和“法国派”。“德国派”自由主义者对强大且具破坏性政府下的极权经济学的应

对，与德国人如出一辙。两次世界大战之间时期的意大利受法西斯主义主宰，并试图应用“社团主义”原则，与国际经济日益脱轨。“二战”后，意大利最先由经济自由主义者主导，如路易吉·埃诺迪，他是一位经济学教授，出任战后意大利央行首任行长，随后于1948年成为意大利共和国的总统。埃诺迪强调规则对规范经济生活的重要性，这与德国秩序自由主义有着非常相似的观点。

然而，意大利长期以来对国家在经济发展中应该扮演何种角色的忧虑衍生出另一传统。两次世界大战之间的社团主义实践对战后的意大利仍保持强有力的影响，许多经济学家称，这为思考国家行动如何克服集体行动的问题提供了良好的思路。凯恩斯主义最初以两位著名的意大利经济学家为典型代表，他们逃离了墨索里尼控制下的意大利：一位是英国剑桥大学的皮耶罗·斯拉法，他试图将凯恩斯主义和马克思主义融合在一起；另一位是美国麻省理工学院的佛朗哥·莫迪格利亚尼，他是将凯恩斯主义与新古典主义相结合的新理论的构建者之一。第一本凯恩斯主义的教科书出现在20世纪40年代后期，到了20世纪60年代，凯恩斯主义成为意大利的正统学说或者说是主流学派。一些凯恩斯主义者朝着左翼的方向发展。斯拉法成为意大利的国家象征，许多激进的政治经济学家都喜欢援引其观点，工会也把斯拉法印在罢工运动的标语牌上。左翼传统也从中获得支持。一些大型意大利银行出版经济期刊，大力宣扬激进的非传统经济学理论，如《意大利国民劳动银行季度评论》（*Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*）［自1981年起由阿列桑德洛·荣卡格利亚（Alessandro Roncaglia）任主编］以及意大利锡耶纳银行的《经济笔记》（*Economic Notes*）(注)。

一些评论家注意到，第一代意大利经济学家的理论方向可按地理区域划分如下：如著名的自由主义者埃诺迪，或是在他之前的科斯坦蒂诺·布雷夏尼-图罗尼（Costantino Bresciani-Turroni），都来自北方；意大利主张凯恩斯主义的先锋，如帕斯夸莱·萨拉切诺（Pasquale

Saraceno）或马尔切洛·切科（Marcello de Cecco），都是南方人。注 这种按地理区域的划分看上去很吸引人，简单来说，南方贫穷且需要发展，而北方则热衷于战略设计，以避免给繁荣且充满活力的意大利造成无止境的成本。

意大利南部地区：转移支付联盟内部的趋同或分化

自19世纪中叶国家统一以来，意大利上演的剧情是北方日渐繁盛而南方发展不足。（一些评论员指出，19世纪60年代的意大利与德国和美国十分相像：都曾经历了一场独立战争，战争的结果是更加工业化和城市化的北方打败了作为传统美德典范并引以为豪的南方乡村。）从这个意义上说，意大利也加入了20世纪中叶国际舞台上的一场争论，看上去发达的北方似乎使不发达的南方陷入贫困；在欧元危机中，评论家们也热衷于将欧洲北部与南部进行比较。

20世纪20年代到60年代的南北趋同

20世纪20年代，政府政策加剧了意大利南部地区的落后程度。但在那之后，意大利政府开始试图实施发展战略，经常与包括世界银行在内的国际组织进行相关讨论。从1950年到1980年，大部分的国家援助通过南部地区基金会（Cassa del Mezzogiorno）实施。这是一家完全独立于政府的公共／国家机构，负责制定新的发展方案。第一阶段实施了一个为期十年的投资项目，致力于土地复垦、水利电力以及交通运输等基础设施建设。此后，1957年颁布的法律（634/1957法律）则聚焦工业化，推动国有企业参与，要求其大部分经济活动在南部开展。

这些举措取得了巨大的成功。这看上去与20世纪90年代和21世纪初在欧洲发生的情况相类似，当时南方发展得比北方更为出色。评论家们称之为资金转移的案例，发展进程沿着“正确的”或者说是历史所

需要的方向前行。但无论在欧洲还是意大利，南方的发达在本质上都是脆弱的。尤佐里诺、佩莱格里尼和维耶斯蒂（Iuzzolino，Pellegrini and Viesti，2013）的研究报告显示，意大利南部地区和全国其他地区的人均产出差距，从1951年的53个百分点降至1961年的44个百分点，而到了1971年则降至33个百分点。[注]与21世纪初的欧洲有所不同，意大利南部发生的奇迹不仅仅是由于资金和劳动力增加所致，更多的是生产率提升的结果。工人们从一些低效的传统农业活动中转移到那些光鲜的现代工厂，不过其中也反映了一些工人举家迁徙的人口变化。

自20世纪70年代起的分化

随着战后的汇率体系崩溃，通货膨胀急剧上涨，且油价飙升，20世纪70年代欧洲和全球危机让南部繁荣的脆弱性变得尤为明显。1971年之后，南北趋同进程不但停止，并开始向相反方向发展，到了20世纪末，地区之间的差异变得更大。由于油价上涨，公共投资项目被缩减，此前过度集中于基础工业使南部地区异常脆弱。南部地区基金会以发展“华而不实”的政策性基础设施项目而闻名：例如，一个位于拉梅齐亚泰尔梅（Lamezia Terme）未被启用的机场，一个由电影制片人迪诺·德·劳伦蒂斯（Dino de Laurentiis）发起的据称是“欧洲最大”的电影工作室，开业后仅仅经营了两年。总的来说，公共企业受制于政治目标，由于许多公共企业位于南部，政治俘获的问题在南部显得尤为严重。

南部地区基金会解散之后，继任组织“促进南部地区发展办公室”（Agenzia per la Promozione dello Sviluppo ne Mezzogiorno）要求项目先提交至区域管理部门，在得到意大利南部地区的政府部门批准后，该机构才会对项目拨款。尽管实施了这些规划，南北部生产率的差异依然不减反增。意大利政治、经济和社会研究所在其《意大利报告1998》（1998 *Rapporto Italia*）中评论道，“资源浪费衍生出一个充

斥着裙带关系和偏袒的地下政治世界。在很多情况下，公共支出并未给南部发展提供机会，反而助长了有组织犯罪的发展和壮大”。(注)

大量文献论证了公共支出助长犯罪和腐败、减缓经济发展、导致社会福利下降的效果。在最近的一项研究中，经济学家波罗·皮诺蒂（Paolo Pinotti）对普利亚（Puglia）和巴西利卡塔（Basilicata）两个意大利南部地区进行了实证研究，得出的结论是：20世纪70年代的犯罪数量激增是由公共支出所推动的。谋杀率飙升了4倍，人均收入锐减近20%，该地区进入低速发展的轨道。黑手党1/5的收入直接来自公共投资。在黑手党盛行已久的西西里，这一数字可能比估算的还要高。(注)

1992年，正当欧洲试图取代布雷顿森林货币体系时，欧洲货币体系爆发危机，而意大利南部再次受到严重冲击。由于批评声不绝于耳，意大利的区域支持机制被提升到欧洲层面。1994年，欧盟逐步淘汰了由意大利中央政府承担南部地区雇员社会保障缴费的机制。

20世纪70年代和1992年的冲击并没有减少以发展目的而投入的公共资金规模。相反，在后来的欧元危机中，公共资金投入实际上有所增加，与此同时，南北发展差异进一步扩大。从20世纪70年代开始到1992年，转移到南方的净公共资源占GDP的比重从11%上升至近12%。(注)这些资源转移并没有缩小南北方在繁荣和经济表现上日益加深的差距。关于腐败贪污和资源错配的报道导致人们对公共部门投资刺激经济发展的长期效果产生了一定程度的怀疑。

国家和州/省之间的转移支付联盟的可持续性

意大利的案例表明，在货币联盟内也可能会出现长期账户失衡，正如意大利南部地区持续赤字，主要依赖公共转移支付提供资金。不仅仅在欧元区，其他国家也发生过令人吃惊的案例：其中一个是英国，根据近期估算，与英国其他地区相比，伦敦地区财政盈余占GDP

的比重为8%。[注]对于这类问题的标准回应是，如果经常账户由单一制国家可靠的财政系统提供资金支持（而非依赖于变幻莫测的资本市场），那么即便账户失衡也并无大碍。然而，意大利的案例恰恰说明，即便在这种支持下，仍然会导致地区差异和失衡的恶化。

意大利面临的经济挑战

欧元诞生前的工资压力和反复出现的汇率贬值

在意大利建国之初，关于如何实现现代化以及为何值得这么做的争论就已经开始。在朱塞佩·托马西·迪·兰佩杜萨（Giuseppe Tomasi di Lampedusa）的长篇小说《豹》中，唐克雷迪王子说道："如果我们想要事情保持原样，那么它们肯定会有变化。"[注]世界在变化，意大利需要调整，以维护其国家身份。就如同在19世纪的后半期，在20世纪末同样的剧本再次在全球范围上演。当时世界正在经历被称之为"全球化"的转变（"全球化"在20世纪70年代初期第一次被意大利激进分子用作表示其当代含义）。欧洲要想维系其地位，需要某种根本性的转变。

20世纪70年代后，欧洲的货币状况一片混乱，工资压力增大，使意大利的生产商相较而言更缺乏竞争力。相关行业的压力集团四处游说，希望改变汇率以提升其出口市场份额。重振意大利的商业活动需要意大利里拉定期贬值。在经历一段时期的过高汇率后，紧接着就是突然的货币贬值。货币贬值机制如同自动化一般不断重复：就好比天主教徒定期去教堂忏悔，意大利可以定期使自己从罪恶的负担中解脱出来。

20世纪七八十年代，一些分析家已经意识到这一模式不可持续。政治考量打破了平衡：放弃以汇率调节为政策工具会极大地提高财政可信度，降低借款成本。这一结论饱受争议，特别是意大利央行德高

望重的专家对欧洲货币体系以及之后的欧元约束可能带来的好处持怀疑态度，他们担心竞争力不断丧失，又缺乏简单可行的调节机制，可能引发风险。

20世纪90年代欧洲一体化的吸引力在于，它所带来的巨大外界压力有助于克服来自国内的阻力，推动改革进程。这是与20世纪70年代中期国际货币基金组织一揽子援助项目以及20世纪80年代初关于欧洲货币体系成员资格争论相关的政策措施的升级版。

20世纪90年代，对建立欧洲整体框架的需求变得越来越迫切，这是因为政治体系的解体：在意大利战后政治体系中，两个主要政党都分崩离析。基督教民主联盟作为长期以来的执政党，由于贪污丑闻而名誉扫地，而改革派的共产党也在苏联解体后失去了可信度。那些取而代之的党派太过软弱，内部意见不统一，在实施实际改革上过度依赖执政联盟。中左翼政府［尤其是1996年至1998年罗马诺·普罗迪（Romano Prodi）担任意大利总理期间］得到前基督教民主联盟和激进的马克思主义党派的广泛支持，从而形成多数派；而在右翼的一方，贝卢斯科尼（1994—1995年、2001—2006年、2008—2011年期间任意大利总理）发动了新的政治运动，很大程度上是为了保护其自身商业利益不受竞争威胁。尽管他一开始就把自己塑造成意大利政坛的玛格丽特·撒切尔，并承诺创造数百万工作机会，但他的改革举措受到其所领导的执政联盟的阻碍。2001年，基于《与意大利人民的合约》的竞选承诺，贝卢斯科尼再度在选举中获胜，但他再次令众人失望。21世纪头10年，意大利未能获得大规模资金流入，其结果看上去与希腊和西班牙截然不同。

劳动力市场

有一些相当具体的制度特征能够解释为何意大利在20世纪末的经济放缓一直延续到21世纪。原因之一是限制性劳工措施由于社会和政治因素的阻碍很难得到变革。人们在很久以前就已经意识到这一问

题，并在20世纪90年代和21世纪初引发关于改革的激烈争论，但仅仅停留在理论层面。

政治障碍

处理这一问题需要真正的勇气：就如同意大利那些反对黑手党的法官和检察官遭遇暗杀，在两起众所周知的恶性事件中，经济学家因其对劳动力市场改革的认同而被杀害。1999年5月，罗马诺·普罗迪任职期间，中左翼法律教授马西莫·丹东纳（Massimo D’Antona）因建议劳动部部长实施改革，而在罗马被杀害。2002年，在贝卢斯科尼领导的右翼政府之下，马尔科·比亚吉（Marco Biagi）在博洛尼亚骑车上班途中被杀害。他曾经公开号召对退休金制度以及《1970年劳动法案》（1970 *Labor Statute*）第18条进行改革，该条要求，如果评审团判定解雇工人的决定不公，被解雇的员工应当复职。比亚吉事件凸显了人们对改革的种种抵制。和丹东纳一样，比亚吉也是被所谓的“新赤旅”左翼恐怖分子杀害；不同的是比亚吉曾经收到过多次威胁，而内政部部长在比亚吉被害前的几个月撤回了警力保护。

教育

劳动力市场的停滞与僵化因人力资本缺陷而进一步恶化。与国际相比，意大利的受教育程度低下：2000年，只有36%的成人完成了中等教育，而相比之下，欧盟国家的平均数字为42%。就高等教育而言，意大利和欧盟国家的完成率分别为10%和20%（尽管此后意大利取得了一些进步：2012年，完成中等和高等教育的比例分别42%和16%）。与欧洲北部国家相比，意大利的其他技能水平指标也明显落后。3/4的意大利企业都不提供职业培训。

代际不平等及人口结构变化

缺乏工作技能所带来的后果，随着许多具备熟练技能的年轻人移民国外而被进一步放大。每年大约有6万人移民国外，其中超过2/3都

持有大学文凭。年轻人大量外流，一部分是迫于年轻人高失业率所驱动，但同时也是因为年轻人感受到来自社会的排斥。和另外一个主要工业化国家日本一样，意大利的财富分配向老年人高度倾斜。年轻人很难买得起房子，因此，年轻人经常到三十多岁还与父母同住。因此年轻的意大利人很晚才组建家庭，所以他们养育的孩子也很少。其结果是，人们不再谈论什么“年龄金字塔”，因为在意大利老年人的数量已经远远超过年轻人。公共部门的财政转移支付使不公平的财富分配变得更加糟糕：老年退休金在社会支出中的占比达到57%，占GDP总量的14%。财政转移支付需要由越来越少的年轻人承担。

这一现象在欧元危机之前就已经很明显。2009年，路易斯大学（LUISS University）校长皮埃尔·路易吉·切利（Pier Luigi Celli）在意大利《共和报》刊登的一封致儿子的公开信受到广泛议论，他写道：“这个国家，你的国家，已经不再是一个能够带着骄傲生活下去的地方了……这就是为什么，我的心比以往更受折磨，我建议你在完成学业后出国吧。选择到那些依旧看重忠诚和尊重，认可价值和成果的地方去。”㊟年轻人大量流失的现象显然是可以逆转的：例如，爱尔兰在20世纪80年代也受到这个问题的困扰，但随着20世纪末经济的迅猛发展，许多技术工人都陆续回归，并为经济发展做出贡献。

司法体制改革

意大利复杂的法律体系常常成为国内外投资的障碍。法院经常堆满了琐碎无聊的案件，民事案件无休止地拖延。案件数量超过500万起使意大利法院不堪重负。注册律师有25万人，这一数量在欧洲国家中位居第二，仅次于西班牙。然而，大量律师却没有做任何事情来加快案件审理。㊟很大一部分的现代商业和法律文献强调，财产权的执行是现代经济成功的关键，而意大利错综复杂的法律传统成为发展的主要障碍。德拉吉多次在演讲中强调了法律改革的必要性。意大利总理

马泰奥·伦齐在2015年规划了改革议程，其中包括加快民事案件的处理，建立新的业务部门负责民事案件，以及促进庭外和解。

政治和衰退

问题欧洲化

许多意大利人将其国家问题投射到欧洲层面，而当欧洲人面对长时间的经济衰退时，会很容易联想到罗马曾经的辉煌。[注]金融危机之前，当马里奥·德拉吉还是意大利央行官员时，在威尼斯举行的一个经济学家和经济历史学家的会议上，他发表演讲称，如果不推进改革，意大利的今天就会是欧洲的未来。确实，在中世纪末，意大利城邦是地球上最繁荣的地方。意大利衰败时间能够精确地追溯到17世纪初。到19世纪末，意大利仅仅恢复了其衰败前的人均收入水平，而其他的欧洲国家已经步入工业化进程。

当2010年政府债务危机爆发时，通过欧洲化的手段解决意大利问题的旧模式看上去不再可行。2011年，在与默克尔和萨科齐的私下会晤中，总理西尔维奥·贝卢斯科尼暗示意大利或许会退出欧盟。他当时正在应对七八月间意大利债券收益率激升的问题，这有可能使意大利债务融资成本过高；同时他还在处理8月5日来自特里谢和德拉吉的联名信件（详见第十五章），在他看来这封来信显得咄咄逼人。对于意大利来说，德国和法国领导人对贝卢斯科尼有着难以掩饰的轻蔑，他们推动美国总统奥巴马向意大利总理表达不耐烦。在2011年10月的峰会上，默克尔和萨科齐在谈及贝卢斯科尼时露出了冷笑。贝卢斯科尼家族旗下的《意大利日报》将萨科齐的姿态比作2006年世界杯决赛时齐内丁·齐达内头顶马尔科·马特拉齐。

技术官僚的时代

在一段时间内，希腊和意大利的危机并行发展。2011年10月31日，时任希腊总理乔治·帕潘德里欧（George Papandreou）发起了对改革方案和是否留在欧元区的公投，震惊了欧洲政坛，萨科齐和默克尔警告他，这样做是很危险的。卢卡斯·帕帕季莫斯（Lucas Papademos）迅速取消了公投，要求进行信任案投票。很明显他已经失去了公信力，一个跨党派的联合政府由此成立，曾任欧洲央行副行长的“技术官僚”卢卡斯·帕帕季莫斯出任总理。

随着贝卢斯科尼及其财政部部长之间的紧张关系不断升级，在2011年10月20日默克尔与时任意大利总统乔治·纳波利塔诺（Giorgio Napolitano）通话之后，在意大利发生了与希腊类似的事件。默克尔要求纳波利塔诺“在职权范围内”尽一切可能“把贝卢斯科尼赶下台”。[注]这一事件中出现的技术官僚是马里奥·蒙蒂，于2011年1月16日出任意大利总理。他是一位相当严肃的经济学家，曾任博科尼大学校长，在担任负责竞争政策的欧盟专员期间工作极为出色。

蒙蒂领导下的意大利政府是纯技术官僚型、政府或非政治性的政府。它实施了一系列财政措施来减少赤字，却发现仍难以解决意大利的结构性问题，劳动力市场改革的提案以失败告终。2012年12月，蒙蒂提议举行新的选举。当他决定发起新的政治运动（“公民选择”Civic Choice）时，其支持率十分有限。在2013年2月的众议院选举中，公民选择党只获得8.3%的支持率。民主党人士恩里克·莱塔（Enrique Letta）领导的新联合政府由此成立。莱塔看起来特别像老派的政客，在一次内部的党派政变中，在位尚不满一年的他就被迫下台，年轻的佛罗伦萨市长马泰奥·伦齐取而代之。在2014年5月欧洲议会选举中，伦齐领导的民主党在意大利一枝独秀，选民支持率出奇得高，而与此同时其他国家的选民转而支持激进的民粹主义政党和反欧党派。在新的经济衰退中引入劳动力市场灵活性后，很快出现了新的问题——解雇工人变得更加容易，但创造出的新就业机会却极为有限。

政治改革

解决意大利难题不仅需要一系列的经济改革措施，还需要进行政治改革，以移除政治体系中的障碍。伦齐还提议大幅度修改选举法，使领先的党派在议会投票中更容易获得绝对多数议席，即便它在选举中得票率相对较少。（首轮选举中得票率超过35%的政党将获得18%的议席；如果在首轮选举中任何政党均未达到这个得票率，则由首轮选举中得票率名列第一与第二的两大政党进行第二轮投票，获胜方至少可获得53%的议席。）另外，他促成了参议院改革，剥夺了参议院的权力，结束了过去美国式的两院制。

2011年后，对政府的批评主要集中在货币联盟是意大利危机问题的根源这一点上，攻击政府最常见的方法是宣称政府过于依赖外界，过于依赖欧洲、德国或默克尔。2014年初，根据《共和报》的民意调查，只有29%的人认为自己是亲欧派，27%的人是反欧派，44%的人“持怀疑态度”。[注]分裂主义的“北方联盟”出版的小册子《停止吧！欧洲》将欧洲的争论比作公斤级相差甚远的拳手之间的比赛：“获胜的当然是‘重量级’选手德国，其他所有人都输了。”[注]由喜剧演员贝佩·格里洛（Beppo Grillo）领导的民粹主义反对党“五星运动”提议对欧元区身份进行公投，在必要情况下退出欧元区。2012年夏，贝卢斯科尼提出警告，对于像意大利这样的出口导向型经济体，欧元是危险的。他说：“德国应该退出欧元区，不然其他国家就会这么做。”[注]他还声称，如果欧洲央行不“开始印发钞票”，意大利就该对欧元说“再见”，尽管后来他表示这只是玩笑话。[注]

改革举措仅产生了有限的短期效果，这令伦齐感到失望。意大利的经济增长预期再次下跌，而欧洲整体，包括其他一些同处危机中的国家都表现得更好。这让人很容易想到是信贷市场出了问题，尤其是向着银行业联盟迈进过程中导致的银行问题（详见第十章）。随着经济数据显示出更加暗淡的前景，伦齐的政治言论开始朝着反欧和反德

方向发展。2015年末，他宣称“欧洲应该为所有的28个国家服务，而并不仅仅只是为一国服务”。[注]他试图在欧洲的争论中捍卫意大利的话语权。“欧洲能够给我们布置功课或者提供教导的时代已经过去了。意大利重回舞台并将发出自己的声音。”

在2011年担任总理的最后几个月中，贝卢斯科尼开始认可一种逻辑，他认为这是一场寄希望于获得外界帮助的懦夫博弈。然而，这一博弈在过去就一直在上演，对于扭转意大利支离破碎的政治经济状况并未起到作用。一些观察家也注意到这个事实，特别是后来成为欧洲央行行长的马里奥·德拉吉，在他作为意大利央行行长的最后几次演讲中，他提到：“我们所有人都应该明白，拯救和复兴经济只能由意大利人自己来完成，这一点非常重要。亚历山大·曼佐尼（Alessandro Manzoni）所记录的返祖现象在当代的反映是，等待阿尔卑斯山另一边过来的措施来解决我们的问题。今日所发生的一切不同于以往历史上的任何时刻。所有公民都需要对此有清醒的认识。关于成功的干预会来自外部的想法只是一个悲剧性的错觉。”[注]

就像欧洲一样，意大利需要有能力自行解决问题。

---

1. J.E.King，A History of Post Keynesian Economics Since 1930 （Northampton，MA：Edward Elgar，2002），156.

2. Pier Luigi Porta，“Italian Economics through the Postwar Years，” in The Post-1945 Internationalization of Economics，edited by Alfred William Coats （Durham，NC：Duke University Press，1997），165-83； Ivo Maes，“The Spread of Keynesian Economics：A Comparison of the Belgian and Italian Experiences，” National Bank of Belgium Working Paper No.113，2007.

3. Giovanni Iuzzolino，Guido Pellegrini，and Gianfranco Viesti，Convergence among Italian Regions，1861-2011，Economic History Working Papers #22，2011，Banca d’Italia.

4. EURISPES.http：//www.eurispes.eu/content/rapporto-italia-1998.

5. Paolo Pinotti，“The Economic Costs of Organized Crime：Evidence from Southern Italy，” Economic Journal 125 （August 2015）：F203-F232.

6. Nicholas Crafts and Marco Magnani，“The Golden Age and the Second Globalization” in Italy.Edited by Gianni Toniolo，The Oxford Handbook of the Italian Economy Since Unification （Oxford：Oxford University Press，2014），69-107，see in particular p.92.
7. Deutsche Bank，2013.http：//www.efxnews.com/story/21864/uk-currency-area-penny-pound-deutsche-bank.
8. Giuseppe Tomasi di Lampedusa，The Leopard.（New York：Pantheon，1960），40.
9. Stephen Faris，“Arrivederci，Italia：Why Young Italians Are Leaving，” Time，October 18，2010.http：//content.time.com/time/magazine/article/0，9171，2024136，00.html.
10. From 2015 statistical database of CCBE （Council of Bars and Law Societies of Europe）.http：//www.ccbe.eu/index.php？id=29.
11. Alberto Alesina and Federico Giavazzi，The Future of Europe：Reform or Decline （Cambridge，MA：MIT Press，2006）.
12. Michael Day，“Merkel under Fire over Phone Bid to Oust Berlusconi，” Independent，December 30，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.independent.co.uk/news/world/europe/merkel-under-fire-over-phone-bid-to-oust-berlusconi-6283345.html.
13. Ferdinando Giugliano，“Italy’s Love Affair with Brussels Cools，” blog，March 13，2014.http：//blogs.ft.com/the-world/2014/03/italys-love-affair-with-the-euro-wanes/.
14. 同上。
15. John Hooper，“Silvio Berlusconi Hints at Comeback Bid，” Guardian，June 24，2012.http：//www.theguardian.com/world/2012/jun/24/berlusconi-plans-comeback；“Italy Minister Worried at Euro Exit Campaign，” Reuters，June 19，2012.http：//www.reuters.com/article/us-italy-euro-minister-idUSBRE85I17C20120619.
16. John Hooper，“Silvio Berlusconi Hints at Comeback，” Guardian，June 24，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.theguardian.com/world/2012/jun/24/berlusconi-plans-comeback.
17. James Politi，“Eurozone Austerity Fanning Popuist Flames，says Renzi，” Financial Times，December 21，2015，http：//www.ft.com/intl/cms/s/0/08ba78f8-a805-11e5-955c-1e1d6de94879.html#axzz48HV6SPpG.
18. Mario Draghi，“L’Italia e l’economia internazionale，1861-2011，”October 12，2011，speech.

第十三章　英美的经济学和全球视角

英国和美国看起来是欧元闹剧的旁观者，因为两国在经济传统、利益竞争和地缘政治的考虑上，与欧元区国家存在显著差异。英国不在欧元区内，也不是允许免签证旅行的《申根协议》签约国；而且，英国最终在2016年6月进行了脱欧公投。从某种程度上看，英国看起来和美国一样距离欧盟颇为遥远。因为各自利益不同，所以总会出现利益交换和讨价还价；事实上，这就是外交谈判的本质。当彼此观点存在根本分歧时，妥协无济于事，争论只会引起更多争论，而不是解决问题。怀疑和嫌隙在双方知识分子群体中蔓延。随着争论的升级，欧洲人明白分歧源于英美对自身利益的考虑，同时发现，英美对构建欧盟这一伟大工程缺乏基本的理解。美国人希望欧洲各国推出更多财政刺激政策，增强对问题银行的处理能力，提高货币灵活性，加大债务减免力度。简单来看，这是一个更加传统的凯恩斯主义解决方案。欧洲人把这一方案称为“超级凯恩斯主义”。

对这场争论进行评判的主流国际观点，几乎都出自英美的视角，这让欧洲人备感沮丧。虽然，《金融时报》《纽约时报》《华尔街日报》及《经济学人》在政治方向和风格上存在较大分歧，但对欧洲债务危机持相似观点。一些美国经济学家祭出米尔顿·弗里德曼的观点来批判欧元。但英美批评家们的思想和理论谱系相当广泛，保罗·克鲁格曼、杰弗里·萨克斯、约瑟夫·斯蒂格利茨、西蒙·雷恩-刘易斯（Simon Wren-Lewis）、马丁·费尔德斯坦等人的分析虽然大相径庭，但他们都高调且十分明确地批评欧盟的“为与不为”。一些在布鲁塞尔的欧盟官员沮丧地回应道，只有《金融时报》吸收了法国、德国和意大利媒体的观点后，他们才会继续阅读。

美国人总感觉他们有道德和知识上的义务来救助欧洲。他们理所当然地认为，“二战”之后欧洲采取的多项决定性改革，比如货币、财政、劳工和竞争政策，都受到美国官员的鼓励，是以美国为榜样学来的。在20世纪40年代后期，美国甚至一度想通过“欧洲复兴计划”和设在欧洲的经济合作组织（OECD）建立起一个统一的欧洲。

按照凯恩斯理论，阻碍欧洲采取一致行动的现代障碍部分是组织方面和制度方面的：欧洲需要有协调各国行动的能力，方能采取果断行动。大西洋两岸（或者说英吉利海峡两岸）观点的根本差异，可以归结为欧洲缺少“国家凝聚力”（stätiness）。实际上，欧洲人经常喜欢将他们的成就看成“后现代政治”（postmodern politics）的现实展现——国家主权的传统观点（欧洲人认为这是造成欧洲过去种种问题的根源）被逐步淡化。同时，“欧洲”作为一个框架，旨在取代传统的民族国家。另一方面，传统意义上的国家，具有制定经济政策的主权：可以控制货币，调整汇率，采取财政刺激政策，或者调整银行资本。对欧洲人而言，这些事情一件都做不了，所以就被希望渺茫地困在原地。他们似乎被一些由自己精心设计的、用来约束国家主权的规则所束缚，这些规则曾被许多欧洲经济学家隐喻为“绑住了手脚”。

英美和德国的经济管理信条截然不同，特别是德国更愿意将经济活动建立在责任的基础上，并且非常重视防范道德风险。在某种程度上，英美的价值观和法国比较相像，但法国仍然无法将美国经济学家视为亲密的盟友，他们彼此间仍存在很多重要的分歧。

本章探讨以下问题：

●法国与英美观念的分歧究竟是什么？更明确地说，它们在国家角色（比如作为货币的守护者）、破产法律和全球金融体系设计方面的差异主要在哪里？

●美国政策制定者如何试图影响欧洲的危机应对措施？

●在英国看来，更加紧密的财政同盟似乎是解决欧元区危机的唯一方式，但它不想加入该同盟，那么，英国是如何处理这一矛盾的?

●是什么导致英国脱欧，这将对欧洲内部现存的其他力量产生什么影响?

●中国推动世界多极化的进程是如何影响欧元危机的？相较于和法国结盟，为什么中国与德国结盟更有利于自身利益，即便是从实用主义、适应性和建设更多元化全球货币体系的推动力等方面来说，中国和法国的经济主张似乎更为接近?

●俄罗斯在欧元危机中扮演了什么角色？俄罗斯和乌克兰的冲突对增强欧洲精神有多大影响?

总的来说，大西洋两岸的观念差异，从某种程度上也可以说英吉利海峡两岸的观念差异，表现在国家角色的定位、对财政压力和银行问题的恰当处理方式、违约问题和银行破产问题及其对策、国际货币秩序等方面。我们先一一研究这些问题，然后从全球视角进行论述。

迥异的传统

许多英美经济学家，不论是来自学术界、私人机构，还是政府和美联储，长期以来都对欧盟货币一体化计划持怀疑态度。在《外交事务》（*Foreign Affairs*）杂志一篇著名的文章中，马丁·费尔德斯坦曾经警告说，单一货币会恶化欧盟国家间的紧张关系，甚至引起欧盟内战。他用世界末日般的语调警告说：“经济政策和国家主权干涉之间存在的冲突，会强化基于历史、国籍以及宗教的长期仇恨。德国提出的更大欧盟政体的主张，本身就是一个危险信号。这一体系会包括德国吗？会不会激发它追求霸权的野心？”[注]两个欧洲经济学家，拉尔斯·乔农（Lars Jonung）和约恩·德雷（Eoin Drea），在2009年欧元区陷入

危机的前夕，将美国经济学家的反应总结为“这不可能发生，这是个坏主意，不会持续太久”。(注)危机期间，费尔德斯坦和其他许多人老调重弹，强调他们是多么有先见之明。

然而，2010年之后的争论和20世纪90年代的争论存在明显差异。在欧元初创时期，公共讨论主要集中在劳动力等生产要素是否会有足够的流动性。2010年后，争论的主要焦点则是早期忽视的一个问题：在经济冲击传导的过程中银行充当的角色（参见第九章到第十一章）。

“国家凝聚力”

美国人从抽象地批判开始，他们认为没有政治同盟，货币联盟将无从谈起，历史上一些国家曾结成货币联盟，如19世纪的拉丁货币同盟或者斯堪的纳维亚货币联盟，但最终都失败了，这说明同一货币需对应同一国家。对这一论点最显而易见的证明被印制在每张10美元的钞票上：美国第一任财政部部长亚历山大·汉密尔顿的头像。汉密尔顿在1790年进行的关于联邦承担独立战争时期巨额州政府债务的谈判，为饱受沉重债务之苦的欧洲提供了一个诱人的处理模式。这在托马斯·萨金特的诺贝尔经济学奖获奖演说中被引为先例，这似乎是美国财政部部长盖特纳救助欧元区的药方，他曾经送给德国财政部部长朔伊布勒一本由罗·切尔诺（Ron Chernow）撰写的精彩的汉密尔顿传记。汉密尔顿在美国非常出名，林-曼努尔·米兰达（Lin-Manuel Miranda）甚至将他的人生经历改编成一部广受赞誉的嘻哈音乐剧，奥巴马总统曾看过不止一次。

1790年，汉密尔顿曾经和詹姆士·麦迪逊（James Madison）以及托马斯·杰斐逊（Thomas Jefferson）辩论，他认为，独立战争期间由各个州政府累积的大量债务应该由联邦政府承担。他的理由有两点：一是在实践上，一是在哲学上。首先，最显然的一点是它提供了更强的安全性，进而降低了市场利率，这样把州政府所欠债务的利率由6%降低

到4%。对现在的欧洲人来说，这是不错的历史先例。汉密尔顿强调做出维护金融稳定的承诺是极其重要的，这是公共财政的前提条件，“当一国信贷出现任何问题时，它必然会给所有可能举借的贷款带来高昂的溢价”。汉密尔顿坚持认为，遵循良好的原则比仅仅追求权宜之计更加重要。他明确指出，“在公共美德和公众幸福之间存在密切的联系”。[注]这些美德中包含神圣的承诺。当它被纳入一个政体时，该政体会更加团结。正是这些原则造就了财政联盟，他称之为“合众国的强力胶合剂”。所以，以债务共同化和用来还债的共同的财政收入来源为基础而建立的货币联盟，事实上造就了一个国家：美利坚合众国（对于财政联盟和欧元债券的更多经济学分析，可参考第六章）。

财政同盟可服务于多重目标：在1790年的美国，这是解决战争遗留问题的一种方式；在欧洲债务危机后，财政联盟也会诱使一些国家采取行动，提出一笔勾销债务的可能性。财政同盟的另一个作用在于，它可作为不对称冲击的保险机制，或者作为转移支付联盟。虽然这和1790年的精神大不相同，但反映了美国20世纪中期出现的“制度化进程”（institutional processes）。

因此，在美国人看来，欧洲需要建立财政同盟，以承担更多责任，并发挥自动稳定器的作用，就像美国联邦预算和社会保障局（Social Security Administration）所做的一样。美国和英国的政府官员不停地重复这一观点，但从英国官员口中说出来有点奇怪，因为显而易见英国不愿意加入欧盟财政一体化的计划。

法国经济学派原则上更偏爱财政集权。法国思想家总是希望更多的财政转移支付。对法国来说，国家是朋友。然而，与自身经济传统不符的是，法国政治领导人很不情愿把财政预算主权交到欧盟层面。这方面，英美和法国存在观念差异：英美人在遇到危机的时候，认为国家是有用的，但在其他时候对国家持消极态度。

银行动态

英美人和法国人的经济观念还有一个差异，体现在国家与金融系统的关系上。在法国传统中，信贷分配是政治上要考虑的重要问题，因此需要纳入国家事务。对美国人而言，国家行动主要是应对金融体系出现的问题和金融不稳定，而在日常情况下并不必要；换句话说，财政一体化最重要的一点，在于它对问题银行的救助能力。另一个对美国观念产生重要影响的事件，是金融危机造成的国内影响及其稳定银行体系的经验。美国脆弱的经济复苏的转折点，出现在2009年的春天。一些人将信心的恢复归功于伦敦二十国集团峰会上展现的国际团结，但更广泛的观点认为，金融系统的恢复是因为监管者（主要是美联储）进行了一系列严格的压力测试，并坚持重组了一些较弱的银行。美国金融危机处理进程中的关键时刻是在2009年5月7日，那一天19家银行控股公司的压力测试结果公布于众，美联储主席传达了让人放心的消息：“今天公布的结果，会给投资者和公众带来相当大的安慰……政府将随时通过财政部向银行提供任何必要的额外资本。”[注]

欧盟的经历和美国形成鲜明的对比。欧盟公布第一次大型压力测试结果的时间要比美国晚很多，因为它花了很长时间去建立欧盟银行管理局，结果直到2011年才公布，比美国落后了2年。[注]更糟糕的是，2011年的测试很快被证明是不充分的。德克夏银行是一家由比利时和法国合资建立的银行，曾经在2008年被救助，它通过了2011年的压力测试，但仅仅过了3个月，也就是10月份，它向比利时和法国政府提出进一步救助的请求（事实上，在一年之后又再次请求救助）。欧盟压力测试证明了欧盟体系内存在的各种缺陷：因为欧盟没有后盾——不存在一个欧盟政府可以做到“不惜一切代价”，所以公布这一问题重重的结果是非常危险的。在美国，政府可以采取资本化手段来轻松应对；在欧洲，市场只能通过“逃离”来回应。另外，是否把主权债务导致的风险敞口列入压力测试范围，存在着较大分歧，银行常常将所持有的政府债券视为安全资产，但这正是欧洲发生危机的重要原因。

从根本上说，美国银行系统的份额相对较小，根据联邦存款保险公司（FDIC）2013年的数据，银行资产与GDP的比例为83%。使用《国际财务报告准则》（IFRS）进行等效计算，这一数字会提高30%，如果将房利美、房地美持有的资产包含在内，数字将会再高出32%。但即便加上这两项，美国银行业总资产与GDP的比例为145%，也只相当于欧盟（334%）的一半。在一些欧洲国家，银行系统让国内经济相形见绌（见图13.1）。

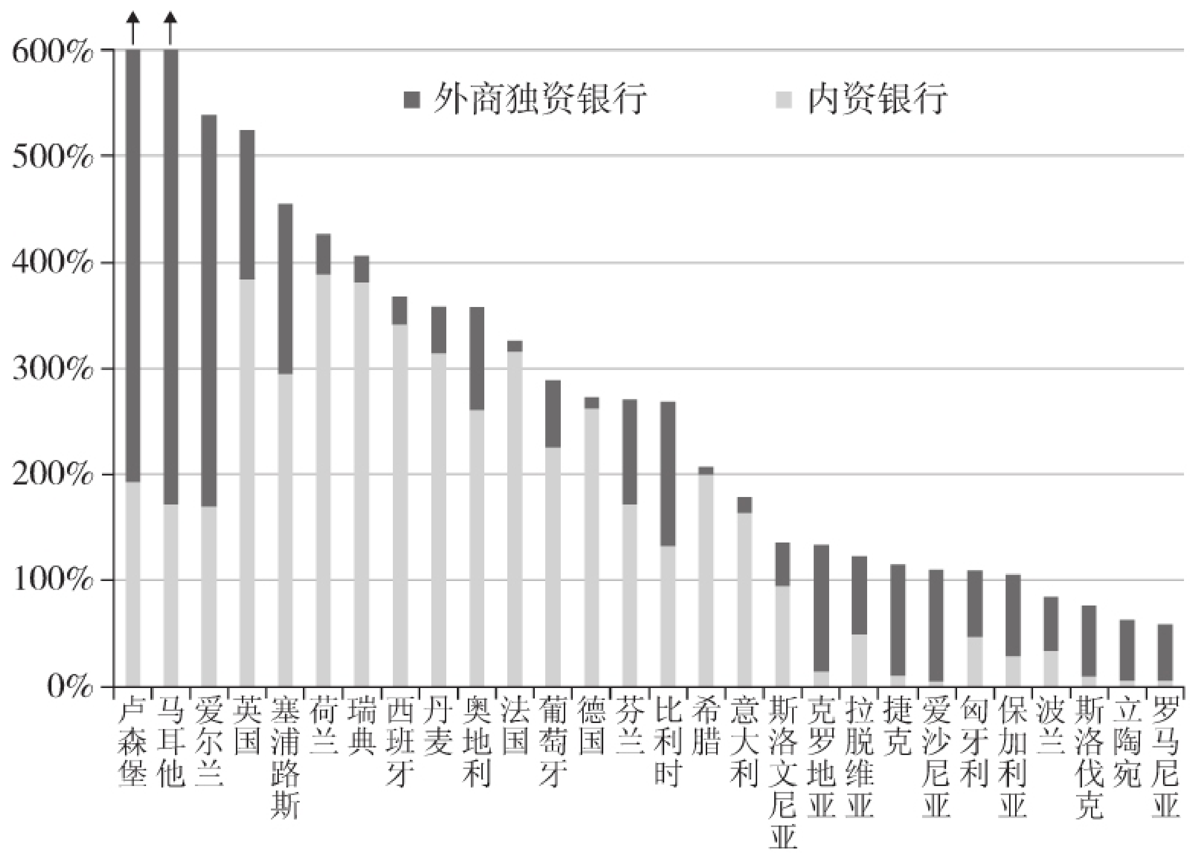


图13.1　2013年外商独资银行和内资银行的总资产与GDP之比

资料来源：ECB和国际货币基金组织全球经济展望；由于轴距限制，Y轴只构建至600%；卢森堡的实际值为1719%，马耳他的实际值为798%。

大西洋两岸开展的两个差异明显的压力测试，给美国政策制定者一种已经控制金融危机的美妙感觉，还让他们觉得，他们有义务，甚至有责任向欧洲人宣扬真理。

破产

欧洲国家与英美传统对破产有着截然不同的态度。特别是对法国而言，破产是非常严重的事情。这种态度，也存在于那些受《拿破仑法典》影响进行大规模法律改革的欧洲国家。宣布破产的个人，名字将会用红墨水标注在详细的账簿里，保存于法兰西银行。这些人想要恢复个人声誉和信用几乎不可能。实际上，他们常常选择移民海外。与之相反，在美国，个人破产的经历常被当成荣誉勋章，被认为是有着创新型商业理念且领先时代的人。硅谷企业家将破产视为学习道路上的必修课。美国的著名人物，比如总统唐纳德·特朗普（Donald Trump），将他们的财富和社会地位归功于反复利用破产规定，因为这使他们可以不断规避债务。

美国经济学家有时候把这些经验教训应用于其他国家，特别是当一国负债过重以至于对未来一代造成财政负担的时候。他们沮丧地发现，现有的国际体系很难发展出像美国国内破产法第十一章一样的破产制度——这一制度使债务人不仅可以在只接受法庭（而不是债权人）监督的情况下继续持有资产，还可以获得新贷款，只是这些贷款的债权人享有优先索取赔偿权。相反，美国政府从来没有支持过由国际货币基金组织第一副总裁，美国人安妮·克鲁格（Anne Krueger）提出的更大规模的主权债务重组机制。注

美国人认为欧洲问题很简单，只是发展中国家债务问题在发达国家的一个怪胎。20世纪80年代的拉丁美洲国家，90年代末的东亚国家，都曾经遭受债务危机，唯一现实的出路是核销一些债务。这一教训被国际货币基金组织深刻领悟，虽然它从一开始就反对该方法。

主权债务违约作为一种或有保险机制（在第五章中有概述），有根本性的时间不一致性问题。欧洲人对主权债务违约尤其敏感。在他们的记忆里，国家破产是颠覆政治资本的极具破坏性的经历。法国大革命正是伴随着旧政权的破产而开始的。在法国大革命战争结束后，欧洲国家尝试效仿英国1688年的“光荣革命”，这场革命之所以有效发挥了作用，是因为它建立了良好的公共财政秩序。

美国人随后回应道：“啊，是的，但欧洲确实走在违约的道路上。”在关于取消债务的一系列争论中，1953年的《伦敦债务协定》（London Debt Agreement）是常用的参考。注美国经济学家、政策制定者和评论员有力地提出了一个简单的论点：德国在20世纪（包括1923年、1932—1933年、1945年和1953年）出现了连续违约。他们认为，德国经济实力建立在长期以来对债务的傲慢态度上，而后，随着德国成为债权人，就转而采取严苛的尊重法律的态度。这些批评认为，德国正在竭力移除让它攀上经济发展之树的阶梯。

现实情况更加复杂。德国的历史恰恰有力地证明了时间不一致性问题：随着债务取消和债务违约，德国变得更不可靠，政治上更加极端。然而，最近的一次债务核销，发生在深刻的制度改革的背景下，并与国际体系交织在一起。这些条件使得在特定情况下，债务问题的解决涉及更广泛地改变维系经济活动的制度基础。1923年，德国以超级通胀的方式内部违约，这对德国经济的稳定造成长期损害，严重削弱了德国的金融体系，使德国在大萧条中脆弱不堪。发生于20世纪30年代早期的债务违约，正值大萧条时期。当德国无法从私人资本市场上融资，以及外界对德国的未来丧失信心时，债务违约就变得不可避免。J.P.摩根开始称呼德国人为“二流民族”。注他们没有为可持续的经济复苏创造条件，反而助长了国际讨论中的民族主义有害思想。1945年的债务违约是德国战败的结果。

因此，在德国历史上只有一次“好”的债务取消实践，它发生在1953年，这次债务取消的运作过程值得深入研究。它不同于发展中国家的债务取消或债务减计。蒂莫西·吉南（Timothy Guinnane）和其他一些人详细研究了《伦敦债务协定》，结果表明，其债务取消并不是针对本金，而是针对从大萧条到第二次世界大战期间拖欠的利息。注这场谈判的背景也非常重要：债务取消是在推动经济发展的另外两条重要措施之后。

首先，德国建立了完全不同的政治体制。1945年之后，盟军的军事当局撤换掉了那些负责制定毁灭性的不稳定政策的人。新的政策环境使人们相信德国与过去一刀两断，未来一切将大不相同。

其次，在债务会议之前，德国证明了其政策制定者能够从历史中吸取经验教训。1950年朝鲜战争爆发后，德国遇到严重的支付危机。一些专家建议中止路德维希·埃哈德已经实行的自由化计划，然而，德国政府接受了“欧洲支付同盟”的信贷，同时收紧银根，继续推动自由化计划。这一政策操作及其成功，为后来国际货币基金组织的有条件项目提供了思想基础。这表明经济调整可以有效实行，对紧缩政策的批评是错误的［如托马斯·巴洛格（Thomas Balogh），他是那个时代的约瑟夫·斯蒂格利茨或保罗·克鲁格曼］。

因此，在2008—2012年，源自美国哲学中的针对欧洲的一揽子建议包含了以下内容：更积极的财政措施，协调一致救助欧洲各银行，增进货币的灵活性以促进工资灵活调整，消除德国或欧盟的贸易和经常账户盈余，以及最终核销政府债务。在这个简单的范式中，这些政策措施并不是相互协调的，尤其是，在允许资本跨境流动的前提下，如果大范围地核销债务，将造成银行体系不稳定。在浮动汇率方案中，赤字国家将通过货币贬值来重新获得竞争力，盈余国家则被迫进行货币重估，而这会给整个欧洲的一体化进程带来挑战。

全球金融系统和失衡

美国的传统观念认为，国际货币体系基本上是给定的；虽然美国希望其他国家，尤其是那些盈余国家，在现有国际货币体系中承担更多的调整义务。然而，法国对美国作为全球储备货币发行者的角色，长期持怀疑态度（这可以追溯到戴高乐将军对美元的著名批判）。因此，法国领导人希望欧洲创造出一种货币，它可被更主动地加以管理，且可以取代美国长期享有的“嚣张”特权。

美国和英国的观点把欧盟不恰当的财政措施和有关全球金融失衡的长期争论联系起来。长期以来，美国担心那些经常账户持续盈余的国家将造成全球经济失衡。20世纪70年代，卡特政府向欧洲派出一些才华横溢的青年经济学家，给那里的政客宣传德国应该怎样承担国际“火车头”的责任。到21世纪，美国新一届政府的政策制定者们则开始采用一种不同的表达方式。最初，他们并不特别在意欧洲的整体状况。美国政策制定者以理论视角，解释这场危机是由于长期存在的全球失衡而形成的。进入21世纪后，美国巨额贸易赤字和中国（还有其他亚洲和中东国家）巨额贸易盈余形成了鲜明的对比，美国人相信中国故意压低汇率来增强出口商的竞争优势。美国持续对中国施加压力，促其形成更加真实的汇率。另外，美国政府还试图把国际货币基金组织作为实施更多劝告和说服的工具。

2007年6月15日，在美国人的大量游说之后，国际货币基金组织提出《关于成员政策的双边监督决议》（*Decision on Bilateral Surveillance over Members’Policies*）用以取代1977年的《关于汇率政策的监督决议》（*Decision on Surveillance over Exchange Rate Policies*），内容包括反对“操纵汇率”的措施以及诸如“成员应如何运用其汇率政策、什么样的政策会被国际社会认可或拒绝”等问题的指导意见。(注)中国对此持强烈反对态度，并拒绝合作。只有国际货币基金组织的新执行董事多米尼克·斯特劳斯-卡恩设法策略性地撤回国际货币基金组织此前关于会像国际刑警一样公平对待各国的论调。

在危机发生前的那个时刻，全球经济失衡的故事里并未真正包括欧洲，因为欧洲经常账户在整体上是平衡的。这当然并不意味着这些欧洲国家是安全的，因为其金融部门（参见第九章和第十章）存在巨大的失衡。但是，当时并没有很多人担心金融部门会出问题，经常账户看上去处于论战的中心。指责中国汇率政策的人认为，中国的汇率模式和20世纪60年代采取出口导向政策的日本和西德类似。一个为德意志银行工作且成员基本由美国人组成的经济学家小组，把中国的汇率模式称为“布雷顿森林二代”（BrettonWoods II）。注

但是如果不把欧洲看作一个单一实体，而是看作国家经济体的集合时，这一分析也很容易应用到当代欧洲。在当时，德国及部分北欧国家处于盈余状态，外围国家则出现赤字。与美国向中国施压的逻辑相同，美国也向德国提出要求——扩大内需及降低巨额经常账户盈余。2010年11月，在韩国首尔举办的二十国集团峰会上，美国财政部部长蒂莫西·盖特纳提出了一项不受欢迎的建议：把经常账户余额占GDP比例的上限设定为4%。这一提议遭到德国和日本的广泛批评，德国经济部部长莱纳·布吕德勒（Rainer Brüderle）称之为“向计划经济的倒退”。注最重要的是，这一提议使反对意见非常相似的两个国家——中国和德国，联系更加紧密。

部分英美评论家增加了一个更深远的维度。在这里，外部意识形态看上去以不同的方式起作用。看到欧洲高成本低效率的福利国家模式行将失败，令很多保守的美国人感到高兴。他们并不是唯一的批评者，全世界范围内都对欧盟过高的期望持怀疑态度。中国投资有限责任公司监事长金立群，对中国应该救助欧洲的观点持怀疑态度，称“垮掉的福利社会”中“过时的”福利制度滋生了懒惰。注后来，其他政客也加进了他们的幸灾乐祸版本，专制的领导者如弗拉基米尔·普京、克里斯蒂娜·基什内尔（Christina Kirchner，阿根廷总统）、雷杰普·埃尔多安（Recip Erdogan，土耳其总统），喜欢这样设想：在对外债违约后

建立一个受控制的经济体或者社会［有时被称为“无自由的民主”（illiberal democracy）］是对全球资本主义的更好替代。

美国寻求复苏的政治之路

美国有全面的地缘政治利益，希望欧洲不要成为新问题的来源。欧洲不应该让全球金融危机变得更加糟糕，反而应该在全球层面帮助稳定总需求。在华盛顿政客的眼里，有很多比危机更加紧迫和棘手的问题，如全球恐怖行动、伊朗核计划、中国崛起、俄罗斯安全挑战等。此外，还有20世纪90年代的“南斯拉夫战争”带来的挥之不去的烦恼——欧洲对美国的领导和要求并不是十分配合。美国有不同的经济哲学，客观上增强了它对欧洲人布道的倾向。

雷曼兄弟之后的财政刺激

在2009年4月伦敦举行的二十国集团会议上，英国和美国成功推出了经协调后的财政刺激政策。一些欧洲大陆国家对此持怀疑态度，特别是德国。德国认为它已建立强大的财政稳定机制，公共支出在经济低迷时期将会自动提高，救助金和福利津贴足以帮助短期失业人员，所以它认为这个相机抉择的财政刺激并不必要。并且，随着主权债务危机的冲击，在欧洲推行类似的财政刺激看起来会导致更多的问题，因为新支出会推高债务水平，可能会引发市场对债务可持续性的怀疑。2009年5月，当西班牙在苦思冥想该怎么应对这一新局面时，奥巴马总统敦促西班牙社会党首相萨帕特罗推动紧缩计划。由此可见，关于这场危机应选择何种财政措施进行应对，存在观念上的不一致。

2012年希腊退欧恐慌：“欧洲的雷曼兄弟时刻”

美国对欧洲局势的影响，在欧洲债务危机的两个转折点最为深刻，彼时似乎出现了爆发极端事件或灾难性事件的可能性。最戏剧性

的场景出现在2012年夏天，当时欧元区甚至有可能解体；2012年这场闹剧中的部分场景在2015年重演。

在2012年的春夏之际，华盛顿担心不断升级的欧元危机会引发新一轮全球金融危机。这将给刚刚从2008—2009年衰退的谷底缓慢复苏但基本面仍然脆弱的美国经济带来灾难性打击。欧洲的瓦解会成为新的“雷曼兄弟事件”。另外，这场争论存在鲜明且紧迫的政治意味：2012年是总统和国会选举年。一次新的金融崩盘会损害奥巴马政府的威信，令共和党取得胜利。

因此，华盛顿迫切需要欧洲尽快采取措施化解危机。德国担心出现道德风险，即大规模救助会降低危机国家改革的意愿，但美国政策制定者对此并无耐心。

美国的危机处理方式也基于历次国际金融危机的经验。财政部部长蒂莫西·盖特纳曾经是美国财政部救助小组的关键成员，这一小组曾负责应对1994—1995年墨西哥金融危机、1997—1998年亚洲金融危机。亚洲金融危机的一大教训是，危机会非常迅速地蔓延。1997年7月，当泰国作为第一张多米诺骨牌倒下时，韩国是参与援救国家的一员；但是到了12月份，韩国本身也需要被救助了。因此，需要设立防火墙阻止危机蔓延。美国尤其担心西班牙的倒下会引起新一轮多米诺骨牌效应，其中意大利和法国岌岌可危。

然而，美国并无理由对欧洲政治结构的转型或者欧洲整体竞争力的提升等长期问题感到忧虑。从长期看，所有增强欧洲的措施都会导致美国势力的相对减弱。在这场与欧洲讨价还价的游戏中，美国的天然盟友是那些不情愿进行根本性或结构性改革的危机国家的政客们。

在无休止的电话会议中，美国敦促欧洲“做点什么”。这一紧张关系在2011年9月盖特纳参加在波兰弗罗茨瓦夫（Wroclaw）举行的欧洲财政部长会议时达到顶峰。会议上，他敦促欧洲扩大欧洲金融稳定基

金的范围。他警告说："欧洲各国因策略争论中的分歧具有严重的破坏性，欧洲各国和欧洲央行之间不断升级的冲突更是如此……各国政府和中央银行需要为市场消除这种灾难性风险。"并不是所有的欧洲同仁都热情回应盖特纳的说法。好斗的奥地利财政部部长玛利亚·费克特尔（Maria Fekter）自认为是奥地利的玛格丽特·撒切尔。那时，她比在场的所有德国官员都更清晰地表述了德国观点，她回应道："我发现一件非常奇怪的事情，美国的基础经济数据比欧元区差得多，却要告诉我们应该做什么。"[注]东道国波兰的财政部部长杰西克·罗斯托夫斯基（Jacek Rostowski）曾宣称，这次会议将展现"大西洋两岸国家的大团结"，事实却恰恰相反。[注]

2012年7月末，在欧洲央行行长马里奥·德拉吉承诺"不惜一切代价"保卫欧元后，盖特纳立即与德国财政部部长沃尔夫冈·朔伊布勒在叙尔特（Sylt）度假岛的威斯特法伦酒店进行了双边会晤。盖特纳督促德国采取行动，以欧洲央行购买债券的方式大规模投放货币。会晤后发布了一份无关紧要的声明，强调"为实现可持续的公共财政、改善全球宏观经济不平衡，以及恢复经济增长，国际合作和政策间协调非常必要"。[注]但这时的气氛已经比波兰弗罗茨瓦夫的会议时更加缓和，看上去摆脱欧洲危机的基础正在形成。

来自美国的压力一度非常强硬。2012年春，德国政府展开了一场关于是否暂停或终止希腊欧元区成员国资格的讨论，市场称之为"希腊退欧"。当时，欧洲央行正秘密制定代号"Z计划"的应急计划，由约尔格·阿斯穆森负责协调，他刚刚从德国财政部政策岗退出，成为欧洲央行董事会的新成员。朔伊布勒积极推动希腊退欧，是因为他觉得必须进行截肢手术来挽救欧洲这个病人，这被称为"病腿"争论。对希腊的惩罚有示范效应。一位德国官员稍后在媒体上表示，"需要杀一儆百"。[注]

对美国人来说，这场争论如同2008年疯狂争论的重演。2008年3月，对贝尔斯登的救助造成道德风险。因此，需要表明政府并非对银行提供全面担保，政府允许在市场经济条件下经营不善的机构破产。于是，当雷曼兄弟在2008年9月遭挤兑时，政府选择了袖手旁观。事实上，雷曼兄弟倒下后的周一新闻评论，几乎一致拥护政府的这一决定，认为这是市场准则的胜利。当雷曼兄弟事件引发全球金融危机后，观点逆转，此事成为过度强调道德风险引发灾难性后果的一大教训。

默克尔在2012年夏天考虑了这一问题，经过长时间地平衡“希腊退欧”正反双方的争论，最终做出决定。她从不喜欢依靠直觉快速判断，不过她试着在思考其选择时避开政治压力。当默克尔夏季度假回来，她已确信“一个随意漂浮的希腊”风险太大。随之，德国政界内的激烈争吵迅速平息。只有学术界仍然在质疑把希腊留在欧元区是否恰当，他们坚信这存在很大的道德风险。而在政策制定层面，一个更加实用的美国式观点流行开来，即在一场真正的危机中，考虑道德风险往往得不偿失。

关于希腊退欧的争论过程及结果，表现了美国影响欧元区决定的具体方式——在幕后细致清晰地阐述其论点。没有一个美国官员对如何摆脱欧元危机做精心策划的演讲。当其他人以公开热烈的方式表述和美国政府一样的观点时，往往适得其反。比如，对冲基金管理者亿万富翁乔治·索罗斯深信，他所热忱信仰的欧洲文明将会自我毁灭，并且他认为该事件十分紧急，只有“3个月的时间拯救欧元”。[注]但是，他的一系列强有力的主张，包括与默克尔会谈在内，只是加深了德国人的疑虑，并激起争论，认为他已经大举做空或者在为自己的书做宣传。

美元互换额度

美国对欧洲是否有财政杠杆？因为欧洲银行通过借入美元来融资，在资产负债表中有大量的“货币错配”，它们依赖美联储提供给欧洲央行和其他工业化国家央行的美元互换额度。雷曼事件发生后，关于哪家央行可以加入互换协议，“联邦公开市场委员会”（FOMC）会议进行了广泛讨论。2010年，当欧洲债务危机爆发时，产生了新一轮经由美元互换的借贷需求。

但是，这些互换并不受制于任何政治条件，因为美国自身的利益非常明确：任何全球性金融机构的倒闭将会给世界带来灾难性后果，对美国也是如此，尤其是欧洲大型银行在美国市场上的份额很高。

2015年希腊退欧的可能性

2012年的危机场景在2015年重现。美国——和美国经济学家——越来越紧迫地警告欧洲需要找寻合适的解决方式来脱困。欧洲处于分裂状态，其中法国和德国有明显的思想差异。德国政府内部也意见不一，财政部部长朔伊布勒主张采取激进措施，他把希腊退欧看作截掉“病腿”救助欧元区“病人”的一个方法，默克尔总理则担心这一行动会冲击欧洲的政治。美国向默克尔温和地施加订立协议的压力，而对倒霉的希腊总理则强力施压。美国财政部部长杰克·卢（Jack Lew）和国际货币基金组织总裁克里斯蒂娜·拉加德敦促德国考虑债务减免。但在2012年杰克·卢确定要点时，危机已经从金融领域蔓延到政治领域：政治分裂不再将葡萄牙、西班牙或者意大利拖入危机，但会增强普京在东南欧的政治影响力。“在希腊问题上陷入无法控制的危机之中，这对欧洲经济乃至全球经济来说都是一个错误，这是一个地缘政治错误。”[注]

美国经济学家对德国的批评空前严厉，引用欧盟官员曾在布鲁塞尔重要会议上说过的一句话，希腊首相阿莱克斯·齐普拉斯正遭遇“精神上严重的水刑”[注]。杰弗里·萨克斯在社交网站上推文：“我从没有见过这种事情。朔伊布勒强力支持希腊退欧，这是非常不理智的”，更极

端的是，“希腊可能是实力不足，但德国领导人真的很残酷”。在一篇推文中，萨克斯宣称：“是时候离开疯狂的大房子了。”[注]几乎在同时，保罗·克鲁格曼在博客中写道：“这已经从严酷变为纯粹的恶毒，是对国家主权的彻底摧毁，已无可救药。这可能是希腊无法接受的一种救助方式；但即便如此，这是对欧洲共同体所拥护的种种信条的背叛……在这件事情之后，有谁还会相信德国的善意呢？”[注]对此，德国记者们给予了回击，称克鲁格曼和他的同事们正在策划一场“反德仇恨运动”。[注]

这场论战的奇怪之处在于，不论是克鲁格曼和萨克斯一方，还是站在另一方的朔伊布勒，都强烈赞同希腊退欧。对美国人和部分欧洲人（德国经济学家汉斯-维尔纳·辛恩持相同立场）来说，退欧是合理的，因为这会导致货币贬值，重获市场竞争优势，对希腊商品出口有利。克鲁格曼常常引用阿根廷的案例，将该国2000—2001年退出高度限制性的货币局制度视为重大胜利。但朔伊布勒的动机并非如此，他越来越坚信，希腊问题是欧元区进一步一体化的障碍。

当金融危机的场景变换时，冲突也迥然不同。2015年夏天，金融利益联盟已和2012年时不同。危机从欧元区向全球蔓延的威胁已减小。当大多数的希腊主权债务已经转移给欧元区政府和包括欧洲央行在内的欧盟机构后，希腊主权债务危机的最关键问题就变为欧洲哪个国家会承担最终损失。欧洲“私营部门金融机构”成功逃离了希腊主权债务。只有美国和其他国家的少数对冲基金出于对欧洲团结的判断，作为投机买入高收益希腊债券。这些利益必然对不含债务减免的解决方案产生迫切的要求。在希腊议会上，被拍摄到的希腊财政部部长杨思·瓦鲁法克斯手机邮件显示，一个美国经济学家给金融大亨乔治·索罗斯转发了一条信息：索罗斯看上去希望“与我（瓦鲁法克斯）的首相聊聊，说服他把我从政府中除掉，因为我是协议的障碍”。在邮件中，索罗斯也敦促齐普拉斯“有责任接受任何形式的协议，不要再考虑债务免除”。[注]

2015年，宏观经济已不再那么紧急，但感觉上并不轻松。地缘政治利益，似乎扮演着比危机初期更重要的角色（希腊与俄罗斯的交往，无疑进一步抬升其重要性）。当利益比思想更重要时，谈判中的压力降低，谈判进入一个新的局面。

英国：脱欧及“局外人”政治观

英国在欧元危机中扮演着引人注目的角色，但并不是建设性的角色或快乐的角色。莎士比亚笔下最富激情和吸引力的女英雄伊莫金，将伟大的英国称为“在欧洲里面，但不属于它，就像是天鹅栖息在一个广阔的池塘中”。英国之所以如此，一方面是因其长期远离欧洲纷争，另一方面是同样远离政治经济方面的核心矛盾：英国认识到（根据英美思想的基线）货币同盟需要财政同盟辅助，但英国不想参与欧洲进一步的一体化。因此，英国轮番推动欧洲采取行动，之后又站出来反对一体化。结果，英国政策看上去结合了这些说教（“解决欧元危机的几个简单步骤”）和“我已经告诉你了”式的傲慢（“这将永远不可行”）。不时地，英国会重播一部时代久远的、以“二战”为背景的英国情景剧《爸爸的军队》，在剧里一个沮丧的苏格兰人来回跑着，不停地喊着：“我们都要毁灭了！”英国立场的效应被放大了，因为这并不仅仅是政府立场的问题。英格兰银行前行长默文·金认为“那里（欧元区）的人们并不想面对现实”是非常令人震惊的。(注)主要的报纸及其专栏作家——冲锋在前的是《金融时报》的马丁·沃尔夫和沃尔夫冈·明肖、《纽约时报》的阿纳托尔·卡勒斯基（Anatole Kaletsky）、《每日电讯报》的安布罗斯·埃文斯·普理查德（Ambrose Evans Pritchard），都坚持不懈地寻找欧元区正不可救药地走向毁灭的案例。任何人回忆起他们在2012—2013年危机高潮时的论断，都会惊讶地发现欧元竟然能奇迹般地存活到现在。如果欧元继续存活，那么这些人当时肯定是在诽谤，是别有用心的破坏者。因为埃文斯·普理查德曾说：“如果这

一工程（欧元区）本身垮了，那么毫无疑问，欧元区最需要的是一个送葬者。”注

谁会成为比西方国家政府更好的送葬者呢？英国对欧洲的看法向来带有感情色彩且模棱两可。20世纪60年代初期，保守党主政的英国政府希望加入欧洲经济共同体，但被当时的法国总统戴高乐拒绝了。戴高乐用伊迪丝·皮雅芙（Edith Piaf）演唱的一首关于一个英国贵族流浪街头的歌曲嘲笑英国的野心，“不要在我面前哭穷，富豪！”后来，英国在冷战时期加入欧盟，但英国领导人总感觉他们在欧洲并不怎么受欢迎。

英国之所以这么想，是因为英国在轻松制定最优经济政策方面比欧洲大陆强得多，这一优势来源于更精巧灵活的经济思想，也因为保留本国货币而拥有更大的政策自主权。然而，英国这一走特殊路径的想法，随着英国经济衰退越来越令人怀疑。

雷曼事件之后，戈登·布朗的倡议

金融危机的第一阶段，发生在工党成员戈登·布朗的首相任期内。布朗曾在托尼·布莱尔内阁里担任财政大臣，颇受推崇。在他执掌财政部期间，英国经济经历了一段金融自由化后的持续增长，而金融自由化由约翰·梅杰领导的保守党推行，不过新工党推进得远为深入。布朗不像布莱尔那样，热衷于把英国带入欧洲货币同盟，他常常犹豫，要求英国财政部进行一系列欧元区成员资格测试。这些测试非常严格，以至于英国可能在几届议会期间都处于观望状态。

雷曼崩溃对英国产生了直接而严重的影响。布朗迅速制订了银行救助计划，包括对大型问题银行实际上的国有化和资本重组，在概念上，这很像美国的强制政府注资。被本国稳定银行业取得的表面成功所鼓舞，布朗开始推进抗击金融危机的全球行动。2009年4月在伦敦召开的二十国集团峰会，毫无疑问成为彼时国际金融合作的高潮。伦敦

峰会成功地将产生于中欧地区（特别是匈牙利）的本有可能破坏性传染的金融危机扼杀在摇篮里。国际货币基金组织的资源翻了一番多，其组织架构也进行了改革，增加了新兴市场国家的代表权。世界银行被赋予更多资金，用来解决“商业出口保险”不足的问题，而这一问题是造成2008年9月到2009年4月国际贸易史无前例地直线下滑的重要原因。

回想起来，也许峰会并不像布朗当初预想的那样成功。一项反危机调查显示，除了谋划国际货币基金组织的行动之外，布朗还试图推动协调一致的全球（包括欧洲）财政扩张。对西班牙等国家来说，本国房地产市场崩盘和随后的银行业危机，严重冲击了公共财政，以至于初期的凯恩斯主义刺激政策无力阻止迅速恶化的危机；这最终导致“预算形势”更加严峻和进一步的财政紧缩。当时，伦敦并没有尝试测算欧洲各国施行这一财政策略的能力和空间。后来，（拜逃走的美国前安全分析员爱德华·斯诺登所赐）有消息泄露称，英国情报机构对参加伦敦峰会的代表们进行监视，以使英国和美国更好地施展他们的谈判策略，这使伦敦峰会——包括与此相关的一系列峰会——受到打击。

布朗在2010年5月大选中失败，这基本上与他的国际行动无关。英国对移民问题的普遍恐惧，以及执政党对这一恐惧的应对，成为日益重要的主题。当布朗被窃听到把一位老妇人反对移民的情绪描述为“顽固盲从”时，他受到直接攻击。移民问题成了英国关于欧元区争论的一大焦点，因为英国害怕大规模的金融危机会导致民众向英国（及其他国家）的大规模迁徙。实际上，随后一届保守党政府在遇到希腊退欧等事件时，甚至提出阻止人口流动的计划。

卡梅伦的困境：更紧密的同盟是摆脱困境的唯一方案，但这同时导致英国脱欧

2010年，在没有一个党派占议会绝对多数席位的情况下，英国奇迹般地由自由民主党和保守党共同建立了稳定的联合政府，其中自由民主党在三个主要英国党派中亲欧最明显，而保守党则由强大善辩的疑欧阵营（Eurosceptic wing）主导。其中保守党略占上风，包括首相卡梅伦、财政大臣乔治·奥斯本和外交大臣威廉姆·黑格（William Hague）。卡梅伦深刻吸取了撒切尔夫人的教训，认为英国需要保护自己免受欧洲大陆预算诉求的影响。他和奥斯本受一些宣称“没有财政联盟的货币联盟本质上就不稳定”的美国经济学家影响，认为欧洲只有建立真正的财政联盟才能自救。

不幸的是，英国的这一立场导致越发明显的政策不一致性，而这又更突显了英国的异端立场。作为《马斯特里赫特条约》的签约国及欧元区成员国，所有欧盟成员（英国和丹麦是特例）都有义务加入货币联盟。欧元区本身并没有财政权力，只有欧盟才有。因此，在欧盟推动建立类似美国建国初期模式的时候，英国却在考虑是否成为更紧密的“汉密尔顿阵营”的一员。

结果，英国和欧洲大陆的关系变得越来越紧张。两场阴霾笼罩的峰会都在布鲁塞尔举行，而且都是在阴沉寒冷的12月，这使英国人深思一个决定——脱离欧盟，而这样的决定即使在玛格丽特·撒切尔时代也是难以想象的。2016年6月23日，英国选民做出了选择：公投结果52:48，英国脱离欧盟。

在一开始的时候，一切都显得乐观甚至愉悦。2011年11月18号，卡梅伦代表英国去柏林谈一笔特殊的交易，他认为这次旅程很成功。他借用美国人的说法——需要“巨型火箭炮”来对抗大型金融危机，并向媒体开玩笑说，“我的德国邻居并不是那么棒，我说的巨型火箭炮其实是一个‘超级机枪’，对吗”？注默克尔对英国提出的经济改革建议应声不迭，她的乐观使卡梅伦相信德国真的需要英国，这是他在欧洲可以找到的唯一值得信赖的伙伴。在会议上，默克尔对卡梅伦说：“告诉

我你想要什么，我会给你想要的。”“法国怎么样”，卡梅伦谨慎地问。“尼古拉斯会同意的”，德国总理断然回答。[注]

然而，在12月8日（关键性欧盟峰会的前一天）马赛举行的欧洲人民党（一个偏右翼政党组织）会议上，默克尔和萨科齐达成一项协议。卡梅伦则如同被抛弃在冰天雪地里，没有了任何欧盟伙伴。盖特纳当时也在场，面对英美同盟，萨科齐和默克尔对美国的“虚张声势”[注]表示失望。布鲁塞尔的立场迅速转向，尖锐批评卡梅伦。而且，卡梅伦感到疲惫不堪，虽然相对年轻，但他缺乏默克尔钢铁般的体格和毅力。

12月9日，那天是星期五，最初的几个小时卡梅伦“断然否决了变更欧盟条约的提议，因为就像他说的那样，他们并没有考虑他提出的保护‘伦敦金融城’的请求”。[注]卡梅伦的这个请求，在默克尔眼里则是不停闪烁的危险信号。从根本上说，不正是金融（尤其是纽约和伦敦复杂的金融交易）导致这场危机的爆发吗？为什么要特别保护它呢？至少，默克尔尝试解释了她的立场：豁免导致这场危机的金融业，在政治上是不可能实现的。但是她回应道，欧洲确实在衰退，“太可怕了——这是我们面临的现实问题。我们不能走你所说的道路”。[注]

萨科齐更加直截了当：“戴维，我们不会为了救助欧元区付钱给你。”随后，他转向新当选的丹麦首相赫勒·托宁-施密特（Helle Thorning-Schmidt）［她碰巧嫁给了前英国工党领袖和欧盟专员尼尔·金诺克（Neil Kinnock）的儿子］，当时她正在推动一项争取全部27个成员国都同意的议案。萨科齐对她说：“你是外来者，一个小国家，而且是新成员。我们不想听你的。”[注]

欧洲所有地方的反应都很激烈。法国《世界报》总结说“欧洲27国的时代已经结束”，德国《明镜周刊》则称“再见，英国！”[注]法兰西银行行长克里斯蒂安·努瓦耶（Christian Noyer）告诉一家报纸，从经济

学角度看，评级机构应该下调英国而不是法国的评级，因为英国“有更高的财政赤字，更多的债务，更高的通胀率，以及更低的经济增长速度”。注最后一刻在银行监管中加入的苛刻要求竟然有可能扼杀欧洲预算管理的突破性进展，对此欧洲人感到震惊。卡梅伦的国内支持者很高兴，将卡梅伦视为站立在邪恶的欧洲大陆暴君面前的当代丘吉尔。只有卡梅伦的联合执政伙伴泼冷水。英国自由民主党领袖、副首相尼克·克莱格（Nick Clegg）认为结果“对英国不好”。注《金融时报》的欧洲通讯记者托尼·巴伯（Tony Barber）写道：“这个以‘劳斯莱斯外交’（Rolls-Royce diplomacy）著称的国家，看上去很有本事，但在欧盟历史的关键时刻，自顾自冲向了沟渠。”注

“英国脱欧”公投

结果就是，卡梅伦看似扭转了局面并声称英国拒绝“不同发展速度”或“双轨”的欧洲，他领导的政府将致力于继续成为欧洲各项讨论的核心。一年之后，结果已见分晓。

为全民公投铺平道路

这出戏在2012年12月为达成基于条约的财政协议而举行的谈判中达到高潮。卡梅伦再次发出乐观的声音，认为拟议的银行联盟将“为英国改善与欧盟的关系带来新机会”。然而，他也第一次提到英国脱欧的可能性，“英国的未来充满想象空间，命运掌握在我们手中，我们可以自己拿主意”。卡梅伦同时提到，英国退出欧盟“并不是我的优先选择”，并警告说，“我认为我们应该做的选择是留在欧盟，继续作为统一市场中的一员，最大限度地发挥我们对欧洲的影响力。对于英国与欧盟关系中那些不尽如人意的部分，我们不应害怕公开表明态度”。注

随后，卡梅伦许诺将做一场“欧洲演讲”（Europe speech），这场演讲将媲美撒切尔夫人1988年在布鲁日所做的著名演讲。在1988年的那场演讲上，撒切尔夫人宣称“欧洲的极权主义大国正试图从布鲁塞尔发号施令”。[注]不过，卡梅伦的整个演讲从头到尾都很尴尬。因为原定的演讲日是划定德国和法国领土界限的《德法合作条约》签订15周年纪念日，所以，演讲并没有在原定日期举行。后来，因为阿尔及利亚人质危机的爆发，演讲再次延期。另外，演讲的内容被提前泄露，广为人知：

人们越来越沮丧地感到，欧盟是一个发号施令者，而不是代表人民权益的行动者。这一情况因其解决经济问题而采取的种种极端方法而愈加严重……另外，人民对欧盟采取的政策与他们的生活渐行渐远感到失望，这意味着人民的生活标准因强制性的财政紧缩而降低，来自人民的税收被用于救助欧洲大陆另一边的各国政府。[注]

最重要的信号在于，在卡梅伦举行脱欧公投后，将会有一系列提高英国在欧地位的谈判。不过，没有人能说清英国可以从谈判中得到什么结果或“好处”。

英国的倡议肯定会得到一些积极回应，在欧洲大陆必然有一些人和英国有同样的情绪。对欧盟发展感到不安，怀疑欧盟的民主合法性，这些情绪并不只是英国怪异或狭隘的产物。北欧那些更小的国家以及德国，都充分支持欧盟回归经济更自由的道路。在卡梅伦的想象中，他的演讲将推动人们重新思考如何更切实可行地组合自由主义经济学和急需改革的欧洲财政体制。

在卡梅伦演讲开始前，就已受到美国助理国务卿菲利普·戈登（Philip Gordon）以及德国和爱尔兰外交部部长的指责。一些欧洲政客对欧洲失去英国后的糟糕后果急切地表达他们深深的忧虑。其实，他们的这种担心并不必要。英国的朋友们关于“英国是欧洲必要的一

员”的观点，基于两个非常矛盾的理由，这两个理由显然都是不正确的。

英国留欧的战略意义：德法之间的差异

对包括总理默克尔在内的德国人来说，英国在阻止拉丁国家㊟（特别是法国）的过分集权方面，有时可作为一个有益的盟友。法国和南欧的政客则持恰好相反的立场，认为英国留在欧盟可提供必要的平衡，以防止德国对欧洲的霸权统治。在德国人眼里，英国遵守市场规则。20世纪80年代，玛格丽特·撒切尔对欧洲单一市场的最终形成做出了重要的推动工作，她的继任者则延续了她的自由化做法。而拉丁国家意属英国留欧的出发点则来自古典的现实主义政治，即英国带来的平衡效应。这一观点可以借用英国人最喜欢的一段本国历史来说明：从“查尔斯五世”到拿破仑再到希特勒，正是英国出面，才最终阻止了单一势力对欧洲的独裁。

然而，这些论点都没有说服力。现实主义政治可能是平衡军事力量的一种简洁方式，但并不符合和平时期的逻辑，也即为解决复杂的经济问题寻求最优解决办法。英国选民非常害怕欧洲统一市场，特别是共同的劳动力市场。在英国国内，引起反欧运动的最大事由，并不是布鲁塞尔那些怪异且常常具有放大效应的监管，而是外国劳动力的涌入。东欧移民可能让英国经济运转得更高效，但这些移民降低了整体工资水平，特别是在经济衰退期。对此，英国政府发起一场宣传运动，试图打消保加利亚人和罗马尼亚人穿越英吉利海峡的念头。

卡梅伦策略的唯一合理之处，是默克尔需要并正在欧洲寻找有共鸣的同盟者。除英国之外还有一些选择，比如，默克尔很快开始考虑波兰首相唐纳德·图斯克（Donald Tusk）。图斯克领导下的波兰是一个有活力的经济体，利益取向与德国相近。最终，英国孤立了自己，而波兰得到了一个新朋友。然而，德国在东部交友的愿望，在2015年波

兰选举后灰飞烟灭。在这场总统和议会选举中，大多数波兰人把票投给了深得民意的法律与公正党，而该党主张抵制德国霸权。

英国的战略再定位

英国政府可以平静地扔掉欧盟这一阵线，并寻找其他替代者，它认为2008年金融危机改变了世界经济地理的结构。特别是英国政界人士正积极结交新贵——中国。英国与这个新兴超级大国的关系，有时看上去比传统的跨大西洋或跨英吉利海峡的关系更为重要。2015年初，英国财政大臣奥斯本在英国国家安全会议上呼吁，英国应成为由中国领导的亚洲基础设施投资银行（AIIB）的成员。即使此前英国外交学者和外交部已提出警告——日本和美国将会把英国此举理解为敌意行动，奥巴马政府也及时表明了反对的态度。这一年晚些时候，奥斯本访问中国，宣布中英关系的“黄金十年”，英国将成为中国新的“在西方世界里的最佳伙伴”。稍后，中国国家主席习近平在英国伦敦进行国事访问，双方达成一项有争议的购买中国核电站的协议。此外，卡梅伦在中国人权问题及南海问题上，采取了比美国更温和的态度。习近平用财政大臣奥斯本的话，称赞英国是“有远见和战略性”的东道国。英国正谋求新的国际角色，新合作伙伴将取代那些面临政治经济挑战的老牌工业化国家的位置。(注)

英国在欧洲的孤立，提高了卡梅伦曾承诺的脱欧公投的可能性，这一行动的根本目的是拔掉持欧元怀疑论的英国独立党（UKIP）的“毒牙”，因为英国独立党曾威胁在2014年6月举行的欧洲议会选举中要“好好表现一把”。然而，卡梅伦的这一策略没能阻止英国独立党在欧洲议会选举中的迅速崛起，但是打击了该党在2015年5月大选中的表现。保守党在议会中赢得绝对多数席位，卡梅伦得以继续担任首相，同时摆脱之前的联合执政党伙伴。有一件小事可以说明卡梅伦在欧洲的孤立状况。在欧洲议会选举后，卡梅伦参加了在瑞典举行的峰会，会上他试图阻止任命让-克洛德·容克担任欧盟委员会主席。这次徒劳

无功的谈判反映在媒体拍摄的一张照片中，在位于哈普桑德的瑞典首相的避暑庄园里，卡梅伦和另外三个保守党领导人坐在小船的后排，而默克尔总理则坐在小船中间的指挥者位置上。

与布鲁塞尔的象征性协议

卡梅伦承诺在2017年举行公投，然而想让欧盟修改宪法或其他条约来满足英国的需求看上去已越来越不现实。在宣布脱欧公投日期（2016年6月23日）之前，卡梅伦开展了积极外交。他比以往任何英国首相拜访欧盟首都的次数都要多。然而，这一主动出击带来的结果不尽如人意。在英国内部存在一个重大的情绪化问题——移民：像美国人一样，很多英国工人（尤其是低收入者）害怕自己的工作逐渐被移民取代。他们还将移民视为对文化的严重挑战，即使在外界看来这是一种有益的文化互补。比如，一些英国天主教徒看到他们的教堂被虔诚的波兰人占据，感到深深的不安。卡梅伦的磋商内容包括紧急停发欧盟移民工人的员工福利［在英国国内常被称为“在职福利”（in-wok benefits）］，还包括英国政府部分限制向移民发放儿童救济金（向居住在英国的欧盟国民的未成年子女发放，即使他们本人不生活在英国）。这些内容是卡梅伦最初诉求的简化版，实际上并不会对移民产生多大影响。另一个重要诉求是保护伦敦金融城免受欧盟监管。建立一项新机制，允许英国挑战新的欧盟条款，但同时严格遵守反歧视原则（如英国金融机构可以向遵循单一市场规则的所有欧洲国家提供金融服务）。但是这些都不会改变欧盟选举规则。

在布鲁塞尔达成的协议细节与那些象征性的部分相比不值一提。而且那些修辞性的元素成为公投运动的核心：比如承认欧元并非欧盟唯一的货币，在愈加紧密的欧洲，英国却是特别的例外，或者用卡梅伦的话说，“英国将不会成为欧盟超级国家的一部分”。[注]然而，这些在很久以前就已经很明了。1992年的《马斯特里赫特条约》给出了选择退出的可能性。另外，欧洲央行“并不活跃”的总理事会（General

Council）中的非欧元区成员国代表，在任何情况下，都不曾认为欧洲将成为一个超级国家。因此，卡梅伦发起的这场运动传递出的基本信息是防御性的和负面的，而且关键在于脱离欧盟将会造成难以预料的冲击，并削弱英国的国际政治影响力。

其他欧洲人指责卡梅伦敲诈勒索，一些人开始表达欧盟没有英国的连接将会更好。比利时首相查尔斯·米歇尔（Charles Michel）告诉卡梅伦“如果你想走，就走吧”。(注)就连对欧盟移民权利实施温和限制的谈判都难以进行，尽管英国的情况清晰地表明很多欧洲人担忧大规模移民带来的威胁。因此，英国首相把自己困守在当前的境地中，难以提出英国保留欧盟成员的建议。2016年6月24日，公投失利之后的第一天，卡梅伦宣布将在3个月内辞去首相职位。

英国脱欧的机遇和挑战

英国脱欧的支持者相信，脱离欧盟将会带来两大好处：英国将更有效地处理移民问题，同时可摆脱侵入式的立法和监管，尤其是在金融服务方面。有时，英国脱欧支持者们将其主张更普遍地概括为捍卫主权国家。他们相信，除此之外并无改变，英国和其他欧洲国家将继续平静且繁荣地开展贸易。

然而，英国脱欧可能造成英国国家领土和主权的分裂。英国并不是历史悠久的单一民族国家，而是一个多民族融合形成的国家。近期，“苏格兰国家党”（SNP，Scottish National Party）举行了独立公投，赞同独立的人更多。这使苏格兰主权和民族分裂问题有所加剧。苏格兰国家党的领导人在公投前已经声明，他不会接受一个不含苏格兰大部分区域（还有其他区域，如威尔士和北爱尔兰）的英国脱欧公投结果的约束。因此，为期两年的脱欧框架将违反曾把苏格兰与英格兰、威尔士统一起来的《1707年联合法案》。事实上，在苏格兰有62%的人选择留在欧盟。在英国脱欧公投几天之后，苏格兰首席大臣

就宣布一项让苏格兰继续留在欧盟的计划。与此类似，北爱尔兰的前景也不甚明朗，大多数北爱尔兰人也把票投向了留在欧盟。

这同样对欧洲其他国家产生影响，这些国家像英国一样也可能会脱离欧盟。英国脱欧事件，被很多国家理解为欧洲正在误入歧途的信号。已经厌倦了德国的财政和银行监管规则束缚的意大利，把这看成一个逃脱的机会。瑞典、芬兰、荷兰，甚至还包括德国，将会看到欧洲的各项规则被打破，然后感到自己也不得不离开。事实上，在英国脱欧结果公布之后，荷兰右翼民粹领袖基尔特·威尔德斯（Geert Wilders）呼吁荷兰脱欧，“法国国民阵线”则鼓动法国脱欧。就特殊交易进行谈判，就像取木棍游戏（也被称为米卡多游戏棒，Mikado），游戏者希望在不影响整体框架的情况下把木棍一根一根取下，然而，有些木棍处于关键位置，移除它们会破坏整体的稳定。公投的参与者们可能正在取下维持欧洲稳定的木棍。当稳定遭到破坏时，没有什么是确定的，政治会极端化，人们会逃离那些走向毁灭和贫困的国家。独立且主权完整的英国或者英格兰，是否正处在左右这些变动的位置，尚不可知。

如果说英国的离开对欧洲有什么积极效应，那就是推动欧元区形成一个更加紧密的财政合作关系。在2015年关于救助希腊的一揽子方案的讨论中曾出现一个问题，当时卡梅伦拒绝通过欧洲金融稳定机制参与对希腊的救助行动，财政大臣乔治·奥斯本强调“欧元区需要自己买单”。[注]

在大多数经济争论中，相比于欧盟国家，英国的利益定位和美国更接近。但是，美国一直推动英国在欧洲发挥更具建设性的作用。英国越想对欧洲发起挑战，就离美国越远。因为英国脱欧公投，美国不得不在欧盟内部寻找其他的战略合作伙伴，在经济决策上德国居于核心位置，而在安全和军事领域，法国可能扮演更加重要的角色。

英国和美国的思想观念与欧盟同仁互不相容，推动大西洋和英吉利海峡之间的隔阂日益加深，与此同时，还有更陌生、更强大的力量在世界上其他一些地方涌动。对地缘政治挑战的应对有不同的政治逻辑，需要灵活的实用主义，这种实用主义有别于对不同经济运行观点的反应。

中国推动世界多极化

金融危机看上去重塑了全球经济秩序。许多人把危机描述成经济重心向亚洲国家（尤其是中国）的转移。中国一直以来和欧洲或美国在经济制度上持相当不同的理念。自20世纪80年代邓小平推动改革开放开始，中国的政策制定者就强调实用主义和适应能力，“摸着石头过河”，或者在改革实践中采用试点或试验的方式。中国不担心道德风险，人们对国家指导和控制金融市场的能力充满信心。

20世纪90年代，为了让国有企业直接融资，股票市场得以建立。2008年全球遭遇金融危机冲击，中国领导人将此视为重塑国际金融体系和降低对美元过度依赖的机会。正是这一点，使中国倾向于把欧洲看成潜在的盟友。

2007—2008年金融危机也引发“零和思维”的复苏，这种政治观最近一次出现是在大萧条时期。在这种世界观下，基本没有合作共赢，每个人的获利一定是其他人的成本，合作是傻瓜才会做的事情。欧洲国家在这种敌对的、拒绝合作的思维中挣扎，整个世界也是如此。零和思维流行开来。近年来，最常用的汉语成语之一是“幸灾乐祸”，这个词很难翻译成英语，但可以用德语单词Schadenfreude较好地表达——其他一些人（和其他一些社会群体）踩上一块巨大的政治香蕉皮而滑倒。在2007—2008年初，危机看上去是一场让美国资本主义名誉扫地的美国危机，后来看上去是一场揭示欧洲模式失败的欧洲危机。

很多国家的人们开始思考，是什么使经济生活之路变得如此异常、奇怪和易于发生危机。

中国对债券和工业资产的收购

对那些在债务危机中挣扎的欧洲国家政府来说，向中国推销债券是一个不错的出路。外界对中国囤积的大量美元资产在多大程度上对自身形成束缚有所争论：中国如果销售美国国债就必定会导致债券价格暴跌，但这样做的话，对中国比对美国的伤害更大。所以，金融危机为中国提供了改变资产配置的绝佳机会。2010年末到2011年初，在外汇交易市场上欧元偏弱时，中国在公开市场上购买了大量葡萄牙和西班牙债券，中国政府对此解释称："我们将会积极担当危机中的稳定器，为欧盟一体化进程提供支持。"[注]中国看上去是欧元救助机制的主要支持者，中国和日本购买了大量欧洲金融稳定基金债券，而同时期许多英美投资者担心欧元面临崩溃，选择了靠边站。

以上是礼貌地表达意愿的方式，但中国对低价收购欧洲工业和其他商业资产确实更感兴趣。欧洲各家银行困难重重，银行信贷逐渐枯竭，这迫使一些欧洲公司寻找海外买家。也有其他因素的作用，比如家族企业在代际传承方面问题重重，它们更倾向于出售企业。

从法国的国际大公司到德国实业公司

当中国与欧洲经济往来更加密切时，中国对协助欧洲开展宏大的计划重塑国际金融体系逐渐意兴阑珊，而是有意就事论事地进行务实的干预。中国对宏伟蓝图的描述在金融危机初期即有所展现。2009年3月，中国人民银行行长周小川发表了一篇题为《改革国际货币体系》的论文，呼吁提高特别提款权在国际金融体系中的重要性，并主张构成特别提款权的货币篮子应包括主要新兴市场国家的货币。

2011年，法国采纳了将人民币纳入特别提款权货币篮子的提议，并且在中国组织召开了一场会议，参加人员包括学者和政府官员等。法国前总统萨科齐以激怒美国的小小挑衅作为开场白，但并没有博得中国方面的强烈认同："我们必须接受主要全球货币必然国际化的趋势，亲爱的蒂莫西（指美国财政部部长盖特纳），这并不是说对美元地位的挑战，没有人想这么做，这也不会对欧元地位构成挑战，欧元一定会是稳定的货币。"[注]然而，评论者更关注美国财政部部长盖特纳的演讲，他在讲话中为人民币入篮设定了一些条件，包括取消资本管制等，这实际上表明了特别提款权在短期不会将人民币纳入其中。2011年11月在戛纳举行的二十国集团峰会上，最终公报上去掉了扩大特别提款权货币篮子的提议：这是对法国人的否定。最终，在2015年，国际货币基金组织同意将人民币纳入特别提款权货币篮子中，但这一行动看上去并不会使特别提款权脱胎换骨，也不会提升人民币的世界地位。美元仍然是全球的主要货币。

中国并没有卷入徒劳无益的国际金融架构的争论，而是积极采取实际行动推动人民币国际化，提高中国的国际影响力。这意味着与柏林方面展开对话。很多欧洲观察家对中国政府无视布鲁塞尔官员和欧盟当局感到惊讶，又对北京和柏林之间的密切友好关系感到不解。2013年5月，中国国务院总理李克强首次出访的目的地是柏林，2014年3月，国家主席习近平的首次欧洲访问也将重点放在柏林。有些中国人士分析认为，中国和德国在经济管理方面有类似之处。中国社会主义市场经济被他们认为是德国战后广受欢迎的社会市场经济模式的变种。

2012年，中国对欧投资的38%在德国，超过英国（22%）和法国（5%）。2013年，中国社会科学院的报告指出，德国是中国人可进行投资的最安全的国家。一些最出名的收购包括：2010年浙江吉利集团收购沃尔沃（瑞典），2011年联想收购Medion[注]（德国），三一重工收购普茨迈斯特（德国），卧龙电气收购ATB驱动技术（奥地利），

以及潍柴动力集团收购凯傲集团（德国）。尽管有国有资本也参与收购，如中国投资有限责任公司购买了希斯罗机场10%的股份，2011年中国三峡购买葡萄牙电力公司20%的股份，但是更多的收购出自中国民营企业之手（只有不到20%出自国有企业）。

中国政策制定者以德国为中心的定位趋势，不仅体现了新一轮投资热潮，也反映出中国市场（更一般来说是“新兴市场”）对德国出口业绩的重要性。在全球金融危机中，德国贸易经历了重大调整。2008—2009年前，德国和欧洲外围国家的双边贸易有很大盈余。当这些经济体衰退时，贸易缺口就由那些没有经历衰退的新兴市场国家的机械工具、工程产品及高端汽车的订单填补。反之，这些新兴市场国家是世界经济的主要引擎，这也能解释为何此次衰退局限在部分发达国家，而非在全球范围内重蹈大萧条的覆辙。据测算，2010年初，来自中国的订单带动德国经济增长了0.5个百分点。

俄罗斯

俄罗斯和中国一样，迅速意识到全球金融危机意味着权力关系重大转变的开始。但是在2008年前，普京总统是国际体系中的“合作型参与者”，他认为俄罗斯依赖于国际体系且互相联结，而现在是一个决定性的改变。2008年金融危机后，普京看到全球政治体系的崩溃。全球金融危机似乎终结了美国资本主义，也反映了欧洲的无能和分裂。普京将两者看成扩大俄罗斯权力和影响力的机会：某些时候，他甚至——像中国领导人一样——考虑重塑全球经济秩序。普京总统在2008年9月索契演讲时，令人瞩目地重复当年戴高乐的话来批评美元的霸权地位：“对于全球金融危机，我们应该停下来想一想改变国际金融架构，从而分散风险，世界经济（流动性）不能被‘一台印钞机’垄断供应。”[注]中国和俄罗斯在2014年的天然气交易中，很重要的一项条款是不使用美元定价。

俄罗斯的金融投资

当中国公司忙于购买欧洲企业的股份时，俄罗斯的经济活动集中在金融业和能源上。欧洲银行业危机的一个严重后果，是很多欧洲银行需要提高资本充足率。然而，它们筹资困难，因此不得不出售资产。在许多国家，政府对处置国外资产持鼓励态度。意大利和奥地利的银行，其国内业务几乎没有问题，大量损失集中在此前大规模收购的中欧地区的银行上。

这些中欧国家的银行为俄罗斯金融部门提供了并购机会。比如，俄罗斯联邦储蓄银行欧洲公司（Sberbank Europe AG，2012年前，名为“国际人民银行”，Volksbank International）在斯洛伐克、捷克、匈牙利、克罗地亚、斯洛文尼亚、波斯尼亚和黑塞哥维那（包括塞族共和国）、塞尔维亚和乌克兰建立了大量分支机构。2012年，它以5.05亿欧元购买奥地利人民银行（ÖVAG）的东欧资产，并注入新的资本。不过该银行仍需更大规模的资本注入，迄今为止，俄罗斯联邦储蓄银行总共投入了13亿欧元。

俄罗斯外贸银行（VTB）和俄罗斯天然气工业银行（Gazprom bank）也拥有很多东欧资产。俄罗斯天然气工业开放式股份公司（Gazprom）和俄罗斯石油运输公司（Transneft）在能源基础设施方面进行了大量投资，大多数以合资方式开展。俄罗斯一些地缘政治研究者认为，这种战略投资可以让俄罗斯掌握西方邻国经济中被列宁称为“制高点”的行业，借此提高影响力。

欧洲对俄罗斯能源的依赖

然而，俄罗斯最显而易见的控制手段来自能源部门。资源诅咒——充足的自然资源（最重要的是能源）造成寻租行为——意味着很多大型能源出口商易卷入腐败的政治和易变的政策中，且有敲诈勒索倾向。

对现代欧洲最明显的威胁，是其对俄罗斯天然气的严重依赖。尽管曾经发生过一些摩擦，如俄罗斯和乌克兰在长期天然气供应条约上的纷争，导致俄罗斯对部分区域切断供应。然而，真正闹得沸沸扬扬的还是2009年1月保加利亚和罗马尼亚天然气的严重短缺。这发生在乌克兰的亚努科维奇政权倒台和随后克里米亚并入俄罗斯，以及乌克兰东部局势动荡的大背景下，传递出俄罗斯对欧洲战略威胁的意味。

天然气是迄今为止最清洁的石化燃料，欧洲对进口天然气的依赖与日俱增。随着英国和荷兰在北海的自然资源消耗殆尽，欧盟内部天然气产量自20世纪90年代起开始降低。只有荷兰和丹麦是天然气净出口国。尽管存在页岩气资源，但出于经济和政治考虑（包括对页岩气释放造成的环境影响的担心），大部分资源并不可用。在欧洲国家中，只有波兰有潜力成为页岩气的主要生产商。欧盟天然气进口量占总消耗量的份额自20世纪90年代中期（当时大约40%）以来稳步上升，时至今日大约为70%。2013年，欧洲地区天然气39%的进口量来自俄罗斯，紧随其后的是挪威（34%）、阿尔及利亚（13%）和卡塔尔（7%）。大多数天然气通过管道运输，最引人注目的是新铺设的“北溪管道”（Nord Stream）。另外需要注意的是，波罗的海国家和芬兰只依赖俄罗斯一个能源供应国。

天然气供应的讨论史中充满了担忧和怀疑：一个垄断（或者近乎垄断）的供应商正试图采取“分而治之策略”，通过分别与每个国家谈判以达成专门交易。俄罗斯总统普京与意大利总理西尔维奥·贝卢斯科尼签订了一份工程管道建设合同，用于向意大利国有企业埃尼集团（ENI）输送俄罗斯天然气。两国由此建立了紧密的联系。普京因此建议布鲁塞尔也同样“建立类似于罗马—莫斯科的友好关系”。注

在德国，前总理格哈德·施罗德与普京建立了类似的友好关系，后来，从政坛退休后，他在俄罗斯天然气工业开放式股份公司谋得一个职位。2005年左右，俄罗斯希望通过谈判建立一个新的海上管道（北

溪管道），意图将西伯利亚的天然气输送至欧洲西北部，然而水下线路成本更高、环境威胁更大，对此，波罗的海国家和波兰感到它们的天然气供应会被切断，在面对俄罗斯的供应压力时更加脆弱。2006年，波兰继任国防部部长扎德克·西克尔斯基（Radek Sikorski）把德国和俄罗斯关于北溪通道的谈判类比于《苏德互不侵犯条约》，德国和俄罗斯两国曾在这一条约中瓜分波兰利益。

地缘政治：俄罗斯与乌克兰的冲突和难民危机

直到2014年为止，相对少的欧洲人对来自俄罗斯的地缘政治威胁感到忧虑。那些担忧的人主要集中在波兰和波罗的海国家。然而，俄罗斯对乌克兰亚努科维奇政权革命的反应，改变了这一认知。2014年，欧洲舆论风向转变，欧洲人更清晰地认识到，欧洲一体化进程给整个欧洲大陆国家带来安全上的好处。2013年初，卢森堡首相让-克劳德·容克试图唤起人们对1913年阴影的记忆来警告危险，那时处于欧洲危机爆发前的平静时刻，欧洲大陆国家间的仇恨和敌对不断升级。然而，容克的观点受到人们的嘲笑；一年之后，他则被视为先知。2014年，中国南海安全局势复杂化，乌克兰东部冲突爆发，以及伊拉克和加沙地区冲突的此起彼伏，这都是当前冲突升级的尖锐预警信号。2015年夏天叙利亚冲突升级，大批难民涌入欧洲，造成欧洲新的东西分裂。东欧人担心穆斯林难民的文化冲击，试图阻止难民流入。2015年，安全问题和欧债危机间的关系已显而易见。此时，对希腊退欧的担心，已更多基于地缘政治脆弱性的角度，而非金融危机的负外部效应。

结论

三组完全不同的外部干预改变了欧元危机的进程，第一是美国，第二是中国，第三则来自俄罗斯。美国试图通过经济理论方面的原因

来宣扬和揭示为何欧洲需加强协同，但警告越直接，取得的成效越小。美国提出的加强财政协同的建议较为中肯，但是以汉密尔顿的思想路线快速推进的策略在政治上并不可行。中国并不想直接干预欧洲政治，其利益在于推动当前全球体系的变化和多极化进程，以取代不公平的、被战后法国政策制定者斥责为“嚣张特权”的美国霸权。美国和中国尽管各自利益不同，但其政策都倾向于两极化欧洲，并游走于不同欧洲国家之间。基于此，他们鼓励欧洲进行懦夫博弈。

美国让德国政策制定者感到威胁和困扰，而中国则让很多欧洲政府感到强大并给欧洲提供丰厚的商业合约。与此相反，俄罗斯希望改变欧洲的政治格局，建立其地缘政治思想家称为“欧俄”（Eurasia）的体系，以对抗美国霸权。这一企图更加赤裸裸和政治化，但只要俄罗斯更关注自身利益，就不会成为有效的策略。2014年，俄罗斯比“后冷战时代”及“后戈尔巴乔夫时代”都更加远离欧洲。但是，俄罗斯快速提升了欧洲的凝聚力，包括重申共有的多元化理念、守卫欧洲价值观。普京对欧洲做了有力的提醒：欧洲有些方面仍是共同的。在一个越来越认同零和博弈的世界，他可能（以一种负面的方式）对救助欧盟做出贡献。

---

1. 拉丁国家指拉丁语系国家，拉丁语是印欧语系的一个语族，又称为罗曼语族，主要包括从拉丁语演化而来的现代诸语言，包括西班牙语、葡萄牙语、法语、现代意大利语、罗马尼亚语和众多的方言等。——译者注

2. Medion是德国的一家消费性电子公司，成立于1982年，总部在德国埃森。——译者注

3. Martin Feldstein，“货币同盟和国际冲突”，《外交事务》（1997年11-12月）：第72页。

4. Lars Jonung and Eoin Drea，“欧元：它不会发生，它是坏主意，它不会持久。1989—2002年美国经济学家关于货币同盟的争论”，欧盟议会经济学论文395页（2009），信息来自http：//ec.europa.eu/economy_fiance/publications/publi-cation16345_en.pdf，最新登录时间2016年1月4日。

5. 参见Alexander Hamilton，“Report on Public Credit，”the Founders’ Constitution Article 1，Section 8，Clause 2，in The Papers of Alexander Hamilton，edited by Harold

C.Syrett et al.， 26 vols.（New York and London： Columbia University Press， 1961-79）.Last accessed January 4， 2016， from http：//press-pubs.uchicago.edu/founders/print_documents/a1_8_2s5.html。

6. Statement by Chairman Ben S.Bernanke， May 7， 2009.Last accessed January 9，2016， from http：//www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bernankescap20090507.htm.

7. There was also a European stress test conducted in 2010 by CEBS， the predecessor to the EBA：http：//www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2010.

8. Anne O.Krueger， A New Approach to Sovereign Debt Restructuring （Washington DC： International Monetary Fund （IMF）， 2002）.Last accessed Jan u ary 4， 2016，from https：//www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm .pdf.

9. 可参考Benjamin M.Friedman，“The Pathology of Europe’s Debt，” New York Review of Books， October 9， 2013.Last accessed January 4， 2016， from http：//www.nybooks.com/articles/2014/10/09/pathology-europes-debt。

10. James，German Slump，17.

11. Timothy Guinnane， “Financial Vergangenheitsbewältigung： The 1953 London Debt Agreement，” Yale University Economic Growth Center Discussion Paper No.880，2015.

12. 国际货币基金组织监督管理的标志性框架， IMF Survey， June 21，2007.https：//www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2007/POL0621B.htm。

13. Michael P.Dooley， David Folkerts-Landau， and Peter Garber， “An Essay on the Revived Bretton Woods System，” NBER Working Paper 9971， September 2003.Last accessed January 4， 2016， from http：//www.nber.org/papers/w9971； and “The Revived Bretton Woods System： The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates & Exchange Rates in Center Countries，” NBER Working Paper 10332，March 2004.Last accessed January 4， 2016， from http：//www.nber.org/papers/w10332.

14. Cho Jin-seo，“Geithner Calls for ‘4% Rule，’ Korea Times， October 22， 2010.Last accessed January 4， 2016， from http：//www.koreatimes.co.kr/www/news/biz/2014/07/299_75069.html.

15. Andrew Rettman， “Chinese Fund Manager Lambasts EU ‘Sloth， Indolence，’” EU Observer，November 7，2011.https：//euobserver.com/china/114195.

16. “Geithner Warns EU against Infighting over Greece，” BBC，September 16，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.bbc.com/news/business-14943320.

17. Stephen Castle， “Meetings on European Debt Crisis End in Debate， but Little Progress，” New York Times， September 17， 2011.Last accessed January 4， 2016， from

http： //www.nytimes.com/2011/09/18/business/global/meetings-on-european-debt-crisis-end-in-debate-but-little-progress.html？_r=0.

18. U.S.Treasury Press Release，July 30，2012.https：//www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg1657.aspx.

19. Peter Spiegel，“Inside Europe’s Plan Z，”Financial Times，May 14，2014.https：//next.ft.com/content/0ac1306e-d508-11e3-9187-00144feabdc0.

20. See for instance Michael Day，“Soros Warns of Three-month Window to Save the Single Currency，”Independent，June 4，2012.Last accessed January 4，2016，from http：//www.independent.co.uk/news/world/europe/soros-warns-of-three-month-window-to-save-the-single-currency-7815164.html.

21. Ian Talley，“U.S.，IMF Step Up Calls for Europe to Restructure Greece’s Debt，”Wall Street Journal，July 8，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//www.wsj.com/articles/u-s-treasury-secretary-europe-must-restructure-greek-debt-1436367143.

22. Ian Traynor，Jennifer Rankin，and Helena Smith，“Greek Crisis：Surrender Fiscal Sovereignty in Return for Bailout，Merkel Tells Tsipras，”Guardian，July 12，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//www.theguardian.com/business/2015/jul/12/greek-crisis-surrender-fiscal-sovereignty-in-return-for-bailout-merkel-tells-tsipras.

23. Tweets by Jeffrey Sachs，July 12，2015.Last accessed January 4，2016，from https：//twitter.com/jeffdsachs/status/620201786561986561；see also Ulrich Schäfer，“Twitter-Gewitter gegen Merkel und Schäuble，”Süddeutsche Zeitung，July 12，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//www.sueddeutsche.de/wirtschaft/streit-um-griechenland-politik-twitter-gewitter-gegen-merkel-und-schaeuble-1.2563170.

24. Paul Krugman，“Killing the European Project，”New York Times，July 12，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//krugman.blogs.nytimes.com/2015/07/12/killing-the-european-project/？_r=0.

25. Nikolaus Piper，“Warum ein Nobelpreisträger auf Deutschland losgeht，”Süddeutsche Zeitung，July 13，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//www.sueddeutsche.de/wirtschaft/paul-krugman-deutschland-will-einen-regimewechsel-und-die-totale-demuetigung-1.2563504.

26. “Nicht so smart am Smartphone，”Focus Magazine（June 13，2015）：16.Last accessed January 4，2016，from http：//www.focus.de/magazin/archiv/griechenland-nicht-so-smart-am-smartphone_id_4745257.html.

27. Martin Wolf，“Mervyn King Has Lunch with the FT：Interview Transcript，”Financial Times，July 5，2013.Last accessed January 4，2016，from

http：//www.ft.com/intl/cms/s/2/35844ddc-e57f-11e2-ad1a-00144feabdc0.html.

28. Ambrose Evans-Pritchard，“The Euro Area Is in Bad Need of an Undertaker，”Daily Telegraph，December 10，2010.Last accessed January 4，2016，from http：//www.telegraph.co.uk/finance/comment/ambroseevans _pritchard/8197780/The-euro area-is-in-bad-need-of-an-undertaker.html.

29. Stephen Brown，“Merkel and Cameron Differ on Euro Crisis Weapons，”Reuters，November 18，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//uk.reuters.com/article/2011/11/18/uk-euro area-germany-britain-idukTRE7AH00I20111118.

30. Alex Barker and George Parker，“False Assumptions Underpinned British Strategy，”December 16，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.ft.com/intl/cms/s/0/6c5e100e-27ee-11e1-a4c4-00144feabdc0.html#axzz3v4IOkBH2.

31. “The Ratings Game，”Economist，December 3，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.economist.com/node/21541027.

32. Barker and Parker，“False Assumptions.”

33. 同上。

34. 同上。

35. Philippe Ricard，“L’Europe à 27，c’est fini，”Le Monde，December 9，2011.http：//www.lemonde.fr/a-la-une/article/2011/12/09/l-europe-a-27-c-est-fini_1616025_3208.html；Roland Nelles，“Bye Bye Britain，”Der Spiegel，December 9，2011.http：//www.spiegel.de/international/europe/bye-bye-bri-tain-the-european-union-s-new-face-a-802728.html.

36. Hugh Carnegy and George Parker, “French Frustration Boils Over against Britain,” Financial Times, December 16, 2011.Last accessed January 4, 2016, from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/28d0ab18-27ed-11e1-9433-00144 feabdc0.html#axzz2avMoFVxu.

37. George Parker and Jim Pickard, “PM Avoids Triumphalism in Commons,”Financial Times, December 12, 2011.Last accessed January 4, 2016, from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/de8173c8-24e8-11e1-8bf9-00144feabdc0 .html#axzz2avMoFVxu.

38. Tony Barber, “Euro Summit Was British Diplomatic Debacle,” Financial Times, December 11, 2011.Last accessed January 4, 2016, from http://www.ft .com/intl/cms/s/0/86916a6a-25a1-11e1-9cb0-00144feabdc0.html#axzz2av MoFVxu.

39. James Kirkup, “David Cameron: I Can Imagine Britain Leaving EU,” Daily Telegraph, December 17, 2012.Last accessed January 4, 2016, from http://www.telegraph.co.uk/news/worldnews/europe/eu/9751026/David-Cameron -I-can-imagine-Britain-leaving-EU.html.

40. John Palmer, “Thatcher Sets Face Against United Europe,” Guardian, September 21, 1988.http://www.theguardian.com/business/1988/sep/21 /emu .theeuro.

41. Nicholas Watt and Juliette Jowit, “Cameron Postpones Big Speech on Europe,” Guardian, January 18, 2013.Last accessed January 4, 2016, from http://www.theguardian.com/politics/2013/jan/18/cameron-europe-speech -postponed.

42. George Osborne， speech at Shanghai Stock Exchange， September 22， 2015， at https： //www.gov.uk/government/speeches/chancellor-lets-create-a-golden-decade-for-the-uk-china-relationship； Tom Phillips， “Britain Has Made ‘Visionary’ Choice to Become China’s Best Friend， Says Xi， ” Guardian， October 18， 2015， at http： //www.theguardian.com/uk-news/2015/oct/18/britian-has-made-visionary-choice-to-become-chinas-best-friend-says-xi.

43. “EU Brexit and Migration Summit， ” Politico， February 18， 2016.http： //www.politico.eu/article/eu-brexit-migration-summit-live-david-cameron-angela-merkel-matteo-renzi-eu-reform/.

44. George Parker and Alex Barker， “How to Win Friends， ” Financial Times， January 23/24， 2016， 12.

45. Rowena Mason， Phillip Inman， Helena Smith， and Jennifer Rankin， “Greece Crisis： Osborne Seeks to Block Use of British-backed Fund in Bailout， ” Guardian， July 14， 2015.Last accessed January 4， 2016， from http： //www.theguardian.com/world/2015/jul/14/greece-crisis-osborne-seeks-to-block-use-of-british-backed-fund-in-bailout.

46. Elena Moya， “‘Positive’ China Buys Spanish Bonds， ” Guardian， January 12， 2011.http： //www.theguardian.com/business/2011/jan/12/supportive-china-buys-european-bonds.

47. See for instance， Nicolas Sarkozy， “Address by Nicolas Sarkozy， President of the French Republic： Opening of the G20 Seminar on Reform of the International Monetary System， ” G20 Information Center， University of Toronto， March 31， 2011.Last accessed January 4， 2016， from http： //www.g20.utoronto .ca/2011/sarkozy-110331-en.html.

48. “Vladimir Putin and Francois Fillon Addressed Reporters on the Results of the 13th Head-of-government Meeting of the Russian-French Commission for Cooperation， ” Government of the Russian Federation， September 20， 2008.Last accessed January 4， 2016， from http： //archive.government .ru/eng/docs/1961.

49. “Putin and Berlusconi Seal ‘South Stream’ Pipeline Deal， ” EurActiv， May 18， 2009.http ： //www.euractiv.com/section/med-south/news/putin-and-berlusconi-seal-south-stream-pipeline-deal/.

第十四章　国际货币基金组织

国际货币基金组织的介入改变了欧洲主权债务危机的进程。虽然有些人可能认为，从单纯的形式上看，国际货币基金组织仅仅是其成员政府的代理。但实际上，国际货币基金组织自身有着明确的立场，反映了其特定的“世界观”。国际货币基金组织管理层（尤其是总裁）及其经济学家们制定政策时，通常旨在推动各国政府向特定方向前进。国际货币基金组织经济学家已建立起卓越的专业技能且超然于日常政治的声誉。2010年，对于外部专业技术的需求使欧洲各国政府改变想法，愿意让国际货币基金组织参与其中。从这个意义上来讲，国际货币基金组织介入也是欧洲清晰地认识到它不具备能力或权威解决其自身问题的一种反应：欧洲需要外部医生问诊下药。

然而，国际货币基金组织积累的专业知识对欧洲来说可能存在问题。首先，由于国际货币基金组织参与救助的大多是负债累累，让其头疼不已的国家，包括低收入国家、20世纪80年代的拉丁美洲新兴市场国家，以及20世纪90年代后期的东亚国家，所以国际货币基金组织最主要的技术集中在债务管理及债务可持续问题上。

其次，国际货币基金组织发展出了一种处理经济改革中的政治问题的方法，而这一方法与国际社会（即强国）传统上给予国际货币基金组织执法者或“代罪者”（whipping boy）的定位格格不入。自20世纪90年代以来，国际货币基金组织越来越重视“自主管理”（ownership）的概念：只有达成深刻的政治共识，改革才能发挥作用。然而，欧洲之所以呼吁国际货币基金组织介入，其实是为其经济改革方面缺乏共识来寻找替代品。

作为一个国际经济政策智库（同时也是基金组织），国际货币基金组织内部不可避免地呈现出不同世界观之间的分歧。一直以来国际货币基金组织对欧洲有着强烈的倾向性，特别是与法国的政策制定密切相关。与此同时，德国经常抱怨其公务人员结构及培训机制，使德国难以在包括国际货币基金组织在内的国际机构中获得高级管理层的代表席位。国际货币基金组织依据在美国新罕布什尔州召开的联合国国际货币金融会议上通过的《国际货币基金协定》，于1944年7月在布雷顿森林建立，11位历任总裁（国际货币基金组织首脑）均为欧洲人。国际货币基金组织所有的执行董事都是欧洲人可谓机缘巧合，作为布雷顿森林体系的主要设计者，美国人哈里·德克斯特·怀特（Harry Dexter White）曾是国际货币基金组织首任总裁最有力的人选，然而他被指控为苏联间谍。结果形成了一个“不成文的传统”，世界银行行长都是美国人，国际货币基金组织总裁为非美国人，而实际上总是欧洲人。11位历任国际货币基金组织总裁中有5位是法国人，他们都深刻影响了国际货币基金组织在过渡时期的发展：固定汇率体系崩溃时期、拉美金融危机时期、东欧剧变和苏联解体，以及欧元危机时期。相反，6位非法国籍的欧洲人总裁中有4位对国际货币基金组织的影响很小：“二战”结束后的前两任总裁，一位是比利时人，一位是瑞典人，他们所领导的国际货币基金组织都处于相对边缘的状态；21世纪的前两任总裁，一位是德国人，一位是西班牙人，在此期间国际货币基金组织影响力日渐削弱，且未完成任期就离开了国际货币基金组织。简而言之，国际货币基金组织看上去是法国用来塑造世界的机会。的确，在20世纪90年代后期亚洲金融危机时，著名杂志《巴黎竞赛》（*Paris Match*）登载了一张国际货币基金组织总裁的照片，配以标题“全世界最有权力的法国人”。[注]在欧元危机时期，国际货币基金组织由两位强有力且独具魅力的法国政治人物领导：一位是多米尼克·斯特劳斯-卡恩，他曾被普遍认为是法国社会党最有希望的总统候选人；另一位是曾任法国财政部部长的克里斯蒂娜·拉加德。

本章探讨以下问题：

●国际货币基金组织的危机管理理念是什么？为什么国际货币基金组织越来越关注债务可持续性？

●为什么国际货币基金组织在2010年介入欧洲问题？

●为什么国际货币基金组织介入欧债危机在其执行董事会和管理层内部激起了前所未有的紧张情绪？

●国际货币基金组织如何在采纳法国观点（放松财政控制）还是德国观点（严格政策限制）之间进退维谷？

国际货币基金组织的理念和危机管理

本节阐述国际货币基金组织的经济措施。首先，介绍国际货币基金组织对国际资本流动所采取的措施：在其不长的历史中，国际货币基金组织在这方面发生了剧烈变化。其次，介绍国际货币基金组织实现债务可持续性的三种方法：一是作为国际最后贷款人帮助解决暂时的流动性短缺；二是要求相关国家进行长期结构性改革并担当替罪羊的角色；三是协调各债权人提出妥协方案，协助解决抵制问题。最后，将介绍国际货币基金组织其他的危机管理措施。

国际货币基金组织对国际资本流动的态度：摇摆不定

国际货币基金组织的设计初衷是为了确保布雷顿森林体系创始人——英国经济学家凯恩斯和美国前财政部助理部长哈里·怀特的理念得以推行。当时的英国政府要求凯恩斯针对纳粹德国经济部部长瓦尔特·丰克（Walther Funk）提出的著名但虚伪的1940年欧洲繁荣计划（某种程度上的货币联盟）制定应对方案。尽管重回20世纪20年代的国际主义对于塑造战后关系模式颇具吸引力，但凯恩斯果断地摒弃了这一做法。他说，提供“过去的好时代，如1920—1921年（战后经济衰退）或1930—1933年（大萧条），也即因沉重的关税和失业率等而恶化的金

本位制或国际汇兑自由放任主义，是远远不够的”。[注]在他提出的方案中，凯恩斯谈到战后“对社会及个人安全的渴求”。[注]凯恩斯和怀特计划的实质，就在于认为资本流动是两次世界大战之间不稳定的罪魁祸首，因而为了国际稳定应当限制资本流动。凯恩斯反复强调他对资本输入和输出的好处持怀疑态度。他这样写道：“在未来，没有一个国家会因政治、逃避国内税收或所有者到国外避难这些原因，而毫无顾虑地允许资金外流；同样，也没有国家能够安全接受由逃亡资金形成的不必要的资本流入，并安全地用于固定投资。”[注]资本流向突然反转的可能性，将使利用这些资金进行长期投资且市场流动性较低的国家更易遭受危机。

然而，钟摆总是摇摆不定，资本流动重新兴起。20世纪80年代，在放松管制的新“时代思潮”中，“华盛顿共识”应运而生，该共识与第四章中提到的德国秩序自由主义有许多相似之处。在国际舞台上，国际货币基金组织处于体系构建的前沿，推动规则更适应经济新时代和金融全球化。自由国际资本和贸易流动是为全球新架构指引方向的北极星。这一观点与德国经济思想一致。矛盾的是，当时负责修订自由化和全球化规则的国际公务人员均为法国人：他们是欧盟委员会的雅克·德洛尔、世界贸易组织的帕斯卡尔·拉米（Pascal Lamy），以及最重要的国际货币基金组织的雅克·德拉罗西埃（Jacques de Larosière）和米歇尔·康德苏（Michel Camdessus）。[注]

20世纪90年代中期，国际货币基金组织倡导对其协定条款进行第三次修订，国际资本流动被确定为国际货币基金组织成员做出的承诺（某种意义上类似于20世纪40年代最初承诺的经常项目可兑换，比如商品和服务支付，但不包括外国投资）。然而，由于1997—1998年亚洲金融危机展现了不受监管的资本流动与不成熟的金融体系相互作用带来的危险，第三次修订从未实现。马来西亚虽然被国际货币基金组织和国际社会认为是实行资本管制的负面教材，但其表现好于保持经常账户开放的国家。关于国际资本流动态度的钟摆开始再次摆回。在

20世纪90年代后期，国际货币基金组织的一些研究报告甚至对资本流动的危险提出了警告：凯恩斯和怀特曾提出的问题再次出现。

国际货币基金组织关于债务可持续性的观点

国际货币基金组织培养了大量专家来解决主权债务问题。在1982年之前，当私人资金流入拉丁美洲时，许多分析认为国际货币基金组织没有发挥应有的作用。当墨西哥发生债务危机并迅速蔓延至巴西、阿根廷等其他拉美大国时，国际货币基金组织作为危机管理者介入其中。一开始，国际货币基金组织动用自身资源提供资金，并以私有银行也同意提供更多贷款为条件，同时协商制定改革方案以使债务国可持续发展。始于1982年的危机爆发7年之后，债权人在“布雷迪计划”（Brady Plan）下开始接受债务减免。(注)

国际货币基金组织危机管理项目的最初目标是实现一国的债务可持续性。也就是，一国未来的税收收入减去其支出足以确保该国有能力且有意愿偿还债务。然而，在大多数情况下关于“债务是否可持续”并无明确的答案。债务在某些高增长、低利率国家可能是持续的，但在另一些国家则不可持续。

国际货币基金组织实现债务可持续主要有三种方法：一是作为国际最后贷款人帮助解决暂时的流动性短缺；二是要求相关国家进行长期结构性改革并担当替罪羊角色；三是协调各个债权人提出妥协方案，协助解决抵制问题。

作为最后贷款人的国际货币基金组织

首先，当一个国家面临“展期风险”时，国际货币基金组织将发挥最后国际贷款人的作用。这种情况可能发生在发行以外币计价的短期债券的国家。其央行可能不具备足够的外汇储备来克服暂时的流动性短缺。人们预计利率走高，利率就可能真的会升高。国际货币基金组

织的财务支持能够减轻该国的利息负担，从而使整体债务水平可持续。通常，经济增长和利率水平取决于债权人对债务是否可持续的判断。这就产生了可能的反馈回路和多重均衡下的不确定性。国际货币基金组织项目的成功很大程度上依赖于信心效应：如果市场相信债务占GDP的比重能够稳定下来，将以低利率提供必要的资金，从而使经济恢复增长，市场信心也将恢复。反之，该国将陷入螺旋式下跌的低增长以及债务与GDP之比不断攀升。

一些批评者认为救助的可能性会导致道德风险，国际货币基金组织提供的保险实际上刺激了危险的非生产性资本流动。在1994—1995年墨西哥Tesobono（一种与美元挂钩的债券）债券危机后，这样的批评声音越加明显，特别是受到了自由市场经济学家如米尔顿·弗里德曼等人的强烈批评。弗里德曼认为“国际货币基金组织对墨西哥的外部救助助推了两年后爆发的东南亚金融危机”。受到高利率和高回报的吸引，个人和金融机构向东南亚国家放贷和投资，因为他们确信，如果意外发生或钉住汇率制度被打破，国际货币基金组织将提供外部救助，从而打消了投资者对货币风险的疑虑。[注]在国际货币基金组织执董会上，德国代表极力并不断地表达对这一道德风险的担忧。也正是德国在1994年马德里召开的国际货币基金组织年度会议上成功阻止了关于批准发行国际货币基金组织特别提款权的提案。德国人认为并无证据表明普遍的流动性短缺，而在修订后的国际货币基金组织协议条款中，普遍的流动性短缺是新发行特别提款权的条件。[注]

仅依靠国际货币基金组织的流动性援助并不足以扭转一个国家的状况，实现债务可持续。国际货币基金组织的贷款需要发挥杠杆作用或者说“催化剂作用”：说服投资者该国已实现债务水平可持续，他们未来的投资是安全的。国际货币基金组织债务管理的第二个要素是促使危机国家对外承诺未来将实施推动增长的结构性改革。国际货币基金组织作为协调人与现有债权人协商减免债务，解决抵制问题。

作为执行者的国际货币基金组织

国际货币基金组织第二项危机管理工具，具体来说就是扮演执行者和替罪羊的角色。国际货币基金组织提供救助的条件是要求一国承诺实施结构性改革。支持这一点的一个强有力的政治经济学论据就是：一国既得利益团体会阻碍改革和持续的调整，只有来自外部的强制压力才能解决这一问题。此前国际货币基金组织介入的欧洲事务是1976—1977年英国和意大利面临的经济困境，外部压力成为推动政策天平倒向改革的重要力量。但外部压力驱动改革最为糟糕的例子发生在1997—1998年亚洲金融危机期间，改革方案招致实施国的强烈不满。特别是印度尼西亚改革计划中的具体条件，被怀疑是迫使苏哈托政权下台的政治计划的一部分，从而引发了国际货币基金组织开出的条件是否存在过度干预问题的讨论。对于外部压力到底应扮演何种角色，逐步形成了“自主管理”原则：只有与受救助国家在改革理念方面达成真正和深入的共识，国际货币基金组织的项目才有希望取得成功。

两个形成鲜明对比的形象：一方面国际货币基金组织作为外部代理人也是不受欢迎的改革和调整的替罪羊，另一方面国际货币基金组织作为受助国自主管理的推动者。在国际货币基金组织的历史中，这两种形象总是交替出现。甚至在20世纪50年代后期，国际货币基金组织总裁佩尔·雅各布松（Per Jacobsson）告诉一位西班牙电视观众：“我必须强调，只有当受援国家有成功意愿时，这些项目才可能最终获得成功。国际货币基金组织总能在这些国家找到清醒地知道需要做什么的人。国际货币基金组织不会将条件强加于这些国家，它们需要自主地做出判断，虽然一些措施十分严厉却是为了这些国家自身的利益。”[注]自亚洲金融危机以来，为了回应过度干预问题的广泛批评，国际货币基金组织回归了国家自主管理的模式，不愿意再被当作苛刻改革政策的严厉执行者。

作为协调者的国际货币基金组织

第三，国际货币基金组织充当了债权人之间的协调人，从而推动他们做出妥协让步。为了实现债务水平的可持续，需要说服或对债权人施加压力使其豁免部分债务或至少对债务展期。当然，每一个债权人都不愿做出让步，并希望其他债权人豁免部分债务而使整体债务水平可持续。尽管所有债权人相互协调的结果，能更好地实现债务可持续性并使单个债权人获益更大，但策略上每个债权人都在等待或者抵制。国际货币基金组织的角色是充当中间人，相互协调达成解决方案以克服抵制问题。

回过头来看，20世纪80年代的危机更容易解决，因为仅有一小部分的大型国际化银行以银团贷款的形式持有债务。而到20世纪末和21世纪初，随着资本市场以及主权债务的债券融资的发展，80年代时要求债权人让步并继续放贷的解决方式已不再可行。随着不断增加的资本流动，债券持有人变得更为分散。“策略对冲基金”和“秃鹫基金”对于协调债务重组不感兴趣，抵制问题变得更为严重。国际货币基金组织开始介入关于债权人如何通过豁免部分债务以利于改革方案的讨论。

1996年，十国集团建议在以外币计价的主权债券合同中引入集体行动条款（CACs）。集体行动条款意味着如果一笔债券的大多数持有人同意债务重组方案，则该决定对所有持有人都具有约束力。在21世纪初，紧随亚洲金融危机，发生了俄罗斯和土耳其经济危机，这一问题再度突显。国际货币基金组织第一副总裁安妮·克鲁格提出了一个普适性的国际法律框架，以谈判为基础进行债务减免，类似于国内的破产法，被称为“主权债务重组机制”（Sovereign Debt Restructuring Mechanism，SDRM）。然而，这一提案陷入困境。注美国更偏向于依靠市场解决问题。

其他问题

不仅主权债券持有人变得更分散，主权债券市场的整体规模自20世纪80年代起显著增长。为了适应以主权债务危机为特色的新局面，国际货币基金组织采用了“特别通道”这一新政策，极大地提高了对单个国家的可用资源（相较于其配额）。然而，这一特别通道需服从于对该国外部债务可持续性的评估，而评估结果必须是“高概率”的正面结论。在巴基斯坦和乌克兰这样的非系统性国家，作为国际货币基金组织项目的附带部分，偿债期限可以延长；2003年基于安全状况对乌拉圭债务给予5%～20%的适度估值折扣。注两个更大的救助项目是阿根廷和俄罗斯债务危机，均由单边违约引发，在协商后以大幅度的估值折扣收尾：俄罗斯2000年获得了50%以上的估值折扣，阿根廷2005年获得了70%以上的估值折扣。

随着各国与全球资本市场一体化程度以及相互依赖程度逐步加深，恢复市场准入成为国际货币基金组织援助项目的首要目标，也是判断其效果的重要基准。反过来，恢复市场准入需要已有和未来的债权人认定债务具有可持续性。否则所做的努力和耗费的资源都是徒劳的。如果债务被认定为不可持续，则援助项目不得不纳入债务减免措施。

此外，开放和活跃的资本市场为国家间的金融危机蔓延创造了新的渠道。这也成为解决主权债务问题时的关注重点，也就是说，担心一国的债务减免可能会触发其他经济体更广泛的系统性后果。这也就是为什么债务减免作为国际货币基金组织援助项目的一个组成部分，选择在非系统性国家进行试点的原因。当国际货币基金组织需要解决2010年希腊债务危机时，这些2002年框架中缺失的部分对国际货币基金组织造成困扰，最终导致违背债务可持续性标准的系统性豁免（systemic exemption）注。

国际货币基金组织对欧元危机的前期介入

关于国际货币基金组织是否应介入欧洲债务危机的争论出现时，国际货币基金组织看似正处于其历史中的周期性低谷期。资本市场运行良好，大量资金在国际流动，对国际货币基金组织项目的需求有所下降。贷款利息收入是国际货币基金组织维持其运营的主要资金来源之一，因而当时国际货币基金组织看似已难以支付其自身开销。当法国总统萨科齐2007年提名法国经济学家、社会党政客多米尼克·斯特劳斯-卡恩作为国际货币基金组织第十任总裁时，他可能认为他将其主要政治对手送上了注定会失败的位置。实际上，斯特劳斯-卡恩在华盛顿的第一项重要任务就是对国际货币基金组织大幅裁员。

随着全球金融危机的爆发，国际货币基金组织重新成为探讨全球经济协调合作的核心组织。2008年11月，国际货币基金组织为匈牙利提供了157亿美元的援助，帮助匈牙利避免了一场由银行业体系传导并威胁奥地利和其他国家的传染性危机，甚至可以说是避免了中欧大萧条的重演。2009年4月在伦敦召开的二十国集团危机峰会上，全球主要国家同意增资将国际货币基金组织的规模扩大一倍，并实行治理改革从而给予新兴市场更大的话语权。国际货币基金组织也在2008年11月后推动了财政刺激计划以应对世界经济的急剧收缩。[注]

匈牙利援助项目取得了较大成功，虽然看上去与国际货币基金组织的常规模式并无不同，但是，当一年后相似的问题出现在另一个欧元区成员国希腊身上时，所有事情都变得更为复杂。欧元区作为货币联盟，成员国很自然地认为它们在国际货币基金组织中是共同作为一个实体而存在的。诚然，单个国家在法律上都是国际货币基金组织的独立成员。欧洲央行是国际货币基金组织执董会观察员，但没有投票权。关于设立欧元区席位的大胆提议从未实现过。

欧元区国家分散在许多个选区，因而其影响力和投票权与非欧元区甚至是非欧洲国家（爱尔兰属于加拿大选区）联合在一起。国际货币基金组织的执行董事会由24名执行董事组成。多数执行董事由成员国所在的选区选举产生。直到2016年份额改革实施前，基金份额最大的5个国家——美国、日本、德国、法国和英国——任命其各自的执行董事。这一特权使欧洲拥有超额代表。欧元身份认同逐步影响了国际货币基金组织和其他国际论坛。欧元区自身的第四条款监督程序（一种常规经济健康检查方式），较其他国际货币基金组织成员而言，逐步显示出更强的重要性并吸引了更多的行政资源。在二十国集团内部，欧元区国家试图形成联盟来对抗单一国家关于国际收支和经常账户的讨论（这样的策略十分适合德国，因为在欧元区的整体资产负债中，德国的顺差被稀释了）。

当希腊财政危机在2009年10月选举后第一次爆发，欧洲的所有决策者都认为他们能找到自己的解决之道。一段时间以后，国际货币基金组织设计了一整套欧洲方案，并不只针对希腊，但法律上无法实施，因为不管是欧盟还是欧元区都不是国际货币基金组织的成员（不具备开展国际货币基金组织项目或动用国际货币基金组织资源的资质）。2009年12月，希腊政府向欧盟委员会承诺实施稳定计划并于2010年提交方案。布鲁塞尔的官方态度是国际货币基金组织的资金援助并“不合适也不受欢迎”。注这也得到主要决策者如德国央行主席阿克赛尔·韦伯的响应，12月9日出版的《金融时报》援引了他的说法，“在《稳定与增长公约》中并无国际货币基金组织的一席之地”。注就在几天前，希腊财政部部长也声明希腊“不可能”求助于国际货币基金组织。他之后回忆道，萨科齐曾着重强调“我将永远不会允许国际货币基金组织介入欧洲”。注

随着市场压力增大，融资环境恶化，对于希腊公共财政数据可信度的怀疑浮出水面，扩大外部援助的必要性进一步突显，欧洲坚持不求助国际货币基金组织的立场已难以维系。德国方面的回应首先来自

其财政部部长沃尔夫冈·朔伊布勒，他要求建立欧洲货币基金。默克尔也部分地改变了立场，原因是她认为国际货币基金组织作为外部组织，可以成为一个强硬的“警察”，能够施加欧洲人自己可能无法达成一致的苛刻条件。默克尔称“欧洲内部并不能够解决这一问题，而国际货币基金组织则更有经验”。[注]此外，救助希腊方案可能面临来自德国宪法法院的挑战，而引入国际货币基金组织则为应对这一问题提供了支持。[注]

一开始，法国和欧洲央行反对德国引入国际货币基金组织参与救助。另一方面，希腊则对此乐见其成。希腊公共债务管理局局长彼得罗斯·赫里斯托祖卢（Petros Christodoulou）认为，引入国际货币基金组织将“消除违约和再融资风险，也将增加政府紧缩政策的可信度”。[注]事实上，国际货币基金组织总裁斯特劳斯-卡恩后来透露，自2009年11月、12月以来，他和希腊总理就国际货币基金组织的介入进行了秘密商谈，卡恩有一个团队负责向希腊人简要说明如何解决欧洲问题，“这些都是因为希腊人自己希望国际货币基金组织介入，尽管出于政治因素希腊总理乔治·帕潘德里欧并不愿意承认”。[注]

显然，斯特劳斯-卡恩希望介入其中。他对如何拯救欧洲有着很明确的想法，同时也希望向世人展示在他领导下的新国际货币基金组织能够发挥积极作用。卡恩在布鲁金斯学会的一次政策性演讲中提出了对“新国际货币基金组织”的愿景，他引用了凯恩斯的话：“凯恩斯在其巨著《就业、利息和货币通论》的最后，这样写道，我们所生存的经济社会，其显著缺点乃在于不能提供充分就业，以及财富与所得之间的分配有欠公平合理。”卡恩的结论是“就业和投资是经济繁荣稳定、政治稳定与和平的基石”。[注]他希望国际货币基金组织能置身于世界经济问题讨论的决策圈内，甚至处于中心地位。他不断地推动对希腊的大力支持，也信心满满地认为自己有能力对德国施加影响。

国际货币基金组织对希腊的援助项目非同寻常。尽管国际货币基金组织仅提供了30%或者说300亿欧元的融资，但这一数字是希腊配额的32.12倍，成为国际货币基金组织援助资金与其配额之比最高的项目（此前的纪录是1998年对韩国的援助，资金与配额之比也不到20）。

当有关国际货币基金组织越权的批评广泛流传，国际货币基金组织在2003年东亚和阿根廷援助项目后建立起新的框架，从而绕开了其自身对债务可持续性的要求。考虑到希腊作为欧元区成员的特殊情况，国际货币基金组织引入“系统性豁免”（欧元区内部风险传染的关键词），实际上放弃了它关于债务项目的所有条件。因此，根据欧洲当局的要求，第一个希腊援助项目并不包括债务减免。这一系统性豁免对国际货币基金组织执董会及其成员国来说都很难接受。这也是国际货币基金组织历史上第一次在未经事前深思熟虑的情况下，为了配合援助项目的特定限制性因素，而对贷款框架的关键要素做出重大改变。

2010年5月9日，国际货币基金组织执董会就该项目进行了讨论，所有新兴市场（也包括瑞士）的代表均持严重的保留意见。随后泄露的会议纪要显示：

国际货币基金组织工作人员认识到该项目风险极高，特别是对债务可持续性的评估……许多代表（阿根廷、巴西、印度、俄罗斯和瑞士）都对项目存在要素缺失表示遗憾：该项目应当包含债务重组和私人部门参与，用巴西执行董事的话来说，“对希腊私人部门债券持有者的外部救助，主要就是救助欧洲金融机构”。阿根廷执行董事对该项目持批评态度，该项目似乎是在重复此前2001年阿根廷债务危机时所犯的错误（例如不可持续的财政紧缩）。令其他欧洲执行董事感到“意外”的是，瑞士执行董事也对项目不包含债务重组表示忧虑，并提出有必要恢复关于主权债务重组机制的讨论。瑞士执行董事（受到澳大利亚、巴西和伊朗的支持）指出，工作人员在文件中（未经执董会事先

批准）“悄悄”改变了特别通道政策的第二条准则，将它延伸至有“高风险的国际系统性溢出效应”的情形。(注)

但在当时，国际货币基金组织管理层、美国以及欧洲大国政府持续不断地施加压力要求通过该方案。国际货币基金组织第一副总裁，美国人约翰·利普斯基（John Lipsky）在会议上威胁道：“要清楚一点，这里没有B计划而只有A计划，以及促使A计划成功的决心。仅此而已。”(注)

正如国际货币基金组织独立评估办公室（Independent Evaluation Office）在2012年指出的，随着越来越多的希腊政府债务转移至官方手中，尽管危机传染风险有所下降，但所有观点仍认为系统性豁免有理由继续。(注)

显然，欧洲当局，特别是欧洲央行，坚决反对考虑任何形式的债务重组，这是系统性豁免的根源所在。在众多国际货币基金组织工作人员眼中，这大大削弱了项目的可信度。执董会决议一出，怀疑情绪立即冒头，导致信心进一步削弱，市场受到负面影响。

国际货币基金组织不得不与那些目标不同且专业知识不对等的欧洲参与者们分享救助条件的定义。国际货币基金组织投入资金和声誉，但对这些救助项目仅有部分控制权，这样的安排一旦失败将更难令人接受，问题也更难解决。

国际货币基金组织和三驾马车

从一开始，欧盟委员会、国际货币基金组织以及欧洲央行就达成协议共同合作来完成国家援助项目。三驾马车就是由这次合作而产生的。三者之间的官僚主义冲突不可避免，但这并不是困难的主要来源。正式的三驾马车安排运行良好，但显然带来了新的复杂性：援助

项目的具体安排在呈现给受援国之前，需要先在三驾马车成员间达成一致。此外，还存在着专业能力上的不对称：国际货币基金组织在调整项目和救助条件上富有经验，但欧盟委员会仍在学习的过程中。即便各自的愿景并无很大差异（比如在结构性改革方面），但权限重叠让事情变得更为复杂。援引一位国际货币基金组织工作人员在希腊援助项目报告上的原话："从国际货币基金组织的角度来看，欧盟委员会更关注改革是否符合欧盟准则而非对经济增长的影响，对确定增长导向型的结构性改革贡献甚少。在金融领域，欧洲央行明确要求由自己来主导，但它在银行监管方面的专业能力并不如国际货币基金组织。"[注]

上述说法明确指出了困难的根源：三驾马车的成员在其职责和目标上有着根本的不同。国际货币基金组织关注恢复经济活力和促进增长，想法更为实际，然而欧盟委员会的行动则受制于特定的规则。此外，在融资方面（而非监管领域），国际货币基金组织本质上是为了解决一国的经济问题，而不考虑更大范围的系统性问题。欧洲央行则恰恰相反，它主要考虑的是保护欧元区免受难以抵御的致命的系统性冲击。

斯特劳斯-卡恩也明白，尽管他想让国际货币基金组织在欧洲问题上占据领导地位，但还是仅能在三驾马车中处于次要位置，并且只提供1/3的资金。卡恩告诉欧盟委员会主席巴罗佐："我想自己成为领导者，但出于政治原因和常理，我无法接管欧洲央行。我们将提供技术支持和部分资金，由你来领导三驾马车。"[注]国际货币基金组织放弃了在三驾马车中的领导地位，这意味着它将面临三大争斗：财政政策、银行业和债务减免。

三驾马车内部的第一场争斗：结构性条件

与欧盟委员会的第一场争斗出现在财政政策上，更确切地说，是关于结构性条件的特征。在财政政策上，国际货币基金组织的财政整

顿方法更加渐进，并被认为对受援国过于温和。在改革这幕戏剧中，国际货币基金组织的工作人员更享受扮演英雄而非反派的角色。欧盟委员会则专注于实施其财政规则（并就延迟达到财政赤字3%的上限要求展开谈判）。欧洲央行则更为强硬：欧洲央行的首席经济学家，强硬的德国人于尔根·斯塔克作为该部分政策的主要负责人，其个人因素可能也发挥了作用。由于深陷财政乘数大小的学术争论中，国际货币基金组织无法有效地证明其正确性（国际货币基金组织认为因财政乘数高于预期，财政整顿措施应当更加温和，刺激手段可能更为有效）。关于财政政策的争论激起了德国人的愤怒，但并未形成清晰的政策框架。紧接着这场争论，国际货币基金组织又犯了一个错误——其研究部门，特别是其首席经济学家奥利弗·布兰查德（Olivier Blanchard），将通胀目标定为4%，以使货币政策发挥更大的作用。对通胀的担忧是政治共识的重要部分，因而德国对此亦难以接受。

另一个问题是国际货币基金组织与欧盟委员会在结构性政策上的优先次序有所不同。国际货币基金组织在结构性改革方面态度强硬，欧洲央行亦表示赞同。为了调和三驾马车的不同立场，结果出现了满满一张要求清单，其中大多难以达到。

三驾马车内部的第二场争斗：银行业

国际货币基金组织面临的第二场争斗发生在银行业，面对的是所有欧盟机构。国际货币基金组织对欧元区银行业的处境更为悲观且直言不讳。其态度被欧洲认为是不负责任的，尤其是在2011年夏季，银行业特别是法国银行还面临着市场的压力。国际货币基金组织呼吁对银行大规模注资，首先寻求私有资金，有必要的情况下动用公共资金，但受到欧洲方面的强烈反对。[注]总之，国际货币基金组织被欧洲央行视为外行，引发市场波动，且很大程度上受美国影响。国际货币基金组织关于欧元区银行的大多数可怕预言，特别是针对西班牙的，并没有立即应验。进退两难的是，欧洲的银行确实处境不佳，国际货

币基金组织不断地指出这一点却没有权力来解决问题。国际货币基金组织这一立场的后果被认为增加了不确定性和悲观情绪，从而阻碍了银行业摆脱困境的进程。

国际货币基金组织与欧洲央行的关系充满了不确定。国际货币基金组织习惯于设计财政政策与货币政策组合的方案。但在欧洲，它并没有对货币政策的控制权。然而，无论是国际货币基金组织还是欧洲央行对救助条件有同样的理念和方法。欧洲央行已做好准备，在事后通过放宽抵押品政策和增加“紧急流动性援助”（Emergency Liquidity Assistance，ELA）来填补项目出现问题时造成的资金缺口。实际上，资金缺口将通过扩大第二代泛欧实时全额自动清算系统的余额增加来融资，欧洲央行认为这应当被视为货币政策而非出于融资目的，从而引发了德国方面的激烈争论。但欧洲央行强烈反对国际货币基金组织事前介入其抵押品等政策的讨论或监督该政策的实施。

三驾马车内部的第三场争斗：债务处理

三驾马车内部最大的争斗是关于债务处理。欧洲央行一直抵触国际货币基金组织关于主权债务重组的尝试。从一开始，国际货币基金组织内部也矛盾重重，其欧洲部门负责人，前波兰首相马雷克·贝尔卡（Marek Belka）由于更贴近“客户”，因而反对债务重组；与此同时，广泛参与了阿根廷债务危机的国际货币基金组织总法务官肖恩·哈甘（Sean Hagan）以及由礼萨·穆加达姆（Reza Moghadam）领导且颇具影响力的“战略性政策和审查部门”（Strategy Policy and Review Department）则坚持债权人自救。国际货币基金组织的工作人员对此也十分关注，如果要实施债务重组，就需要在希腊与其他欧洲国家之间建立起巨大的防火墙，以保护其他欧洲国家不受债务核销后财务损失的破坏性影响。不同寻常的是，在国际货币基金组织执董会批准希腊援助项目仅仅几天后，斯特劳斯-卡恩就召集了希腊候补执行董事帕纳约蒂斯·鲁迈利奥蒂斯（Panagiotis Roumeliotis），告知其债务重组迫

在眉睫，可能最早在2010年9月。[注]2011年7月，国际货币基金组织的工作人员在欧元区政策状况报告中警告，债务水平是不可持续的，改革政策将难以实施：

重点在于项目的实施，从私有化中获得足够的收入，通过其他官方途径获得充足融资以支持债务可持续，以私人部门为基础来解决银行业问题（如跨境接管）。然而，考虑到有针对性调整的规模、可能的社会影响以及不利的金融市场环境，这一策略可能很难实现。[注]

在讨论爱尔兰援助项目时，在银行债务问题上，更确切地说，在如何处理持有190亿欧元债权的无担保高级债权人问题上，同样存在矛盾。与援助项目850亿欧元的规模相比，190亿欧元并无决定性意义，但争论十分激烈，并在2011年7月21日欧盟领导人召开的紧急峰会上公开，引起了欧洲央行与国际货币基金组织之间的争斗。峰会过后，欧洲央行接受了有利于希腊债务重组的政治决定。

国际货币基金组织不断公开敦促欧盟使用欧洲稳定机制的外部救助资金减免大银行债务，而这些银行于2008年9月获得了爱尔兰政府提供的全额担保（尽管这一做法并不明智）。上述担保覆盖了银行贷款、存款、债券及其他负债。爱尔兰的媒体评论到，银行高管对此“欢欣鼓舞，摩拳擦掌”。[注]几年后，盎格鲁-爱尔兰银行高管之间充满戏剧性和粗俗不堪的对话录音被公开，首席执行官戴维·德拉姆（David Drumm）向另一位银行高管约翰·鲍（John Bowe）说明了与央行的谈判战略：“简单来说，就从‘我们需要钱，而你有钱，所以你要把钱给我们，你什么时候能把钱给我们’开始”。[注]都柏林政府在10年间需要花费310亿欧元本票，用来支付关闭盎格鲁-爱尔兰银行的费用。2012年9月，国际货币基金组织发布了它对爱尔兰援助项目的评估：“欧洲稳定机制对爱尔兰银行的大额投资改变了公共债务的前景，切断了银行与主权债务的关联，欧洲取得了这场战役的胜利。”[注]但这一判断

还为时尚早。最终，据说由于美国财政部改变立场不再支持国际货币基金组织，欧洲央行得以胜出。

在危机后期，所有测算结果均显示希腊债务不具可持续性，国际货币基金组织逐渐改变了它在希腊债务问题上的立场。2011年4月，当德国财政部部长暗示希腊债务需要重组，斯特劳斯-卡恩公开否认了这一做法的必要性："我能理解这对希腊人民来说十分痛苦，但我相信希腊能够做到。"[注]2011年5月6日，欧洲各国财长和欧洲央行行长特里谢在卢森堡塞涅根城堡举行的秘密会议上，讨论了债务重组的想法，但无论是欧洲央行还是国际货币基金组织官方都对此表示反对。斯特劳斯-卡恩私底下却持完全相反的态度，并着手准备推进债务重组，但随后的一起意外事件改变了国际货币基金组织谈判的方向。

国际货币基金组织负责人变动

由于斯特劳斯-卡恩因性侵事件的指控在纽约机场被捕，希腊和国际货币基金组织第二份协议的谈判变得愈加复杂。卡恩当时正准备飞往欧洲说服默克尔总理推进债务问题的解决。在布鲁塞尔关于希腊援助项目的谈判中，国际货币基金组织的新代表是一位非常年轻的副总裁奈梅特·沙菲克（Nemat Shafik），加入国际货币基金组织仅仅数周。第一副总裁约翰·利普斯基则留在华盛顿，但他发现斯特劳斯-卡恩的缺席使执董会达成一致更加困难。他坚持在欧洲达成协议前，国际货币基金组织不会同意新的援助项目。欧洲理事会常任主席赫尔曼·范龙佩抱怨约翰·利普斯基"在解决希腊问题上缺乏领导力"。[注]2011年9月，卸任后的斯特劳斯-卡恩灰头土脸地回到法国，他在去职后第一次接受采访时提到"欧元区国家应当及时止损，在早期阶段救助希腊"。[注]

如果说斯特劳斯-卡恩热衷于帮助欧洲，那么国际货币基金组织执董会里的相当一部分人并非如此。早在危机之前，欧洲在国际货币基金组织的角色和处境即充满困难、矛盾重重。2007年11月，斯特劳斯-卡恩就任国际货币基金组织总裁，而在不久前，新兴市场国家代表强烈要求任命出生于赞比亚（尽管他本人是美国和以色列公民）的国际货币基金组织前第一副总裁斯坦利·费希尔（Stanley Fischer）为新任总裁。关于份额和执董会构成的讨论破坏了国际货币基金组织内部的氛围。欧洲的份额（欧洲国家持有国际货币基金组织 32%的投票权）被认为已然过多，在全球金融危机期间的份额谈判均暗中指向削减欧洲份额。欧洲国家占据过多席位的情况在执董会内部已经引起了愤怒（美国曾威胁反对将执董会席位由22个扩大到24个，以此要求欧洲承诺减少2个席位）。从这两方面来看，欧洲都存在代表权过度的情形，阻碍了新兴市场国家获取合法席位。希望在亚洲地区重获信任的国际货币基金组织工作人员、美国以及新兴市场大国在这一问题上的看法空前一致。在2009—2010年二十国集团峰会上艰难地达成了关于份额改革的协议，但最终批准受到美国国会的拖延。

大型新兴市场经济体和一些发达国家不能理解为什么世界第二富裕、其一体化水平最高的地区需要寻求国际货币基金组织的支持。这是在维护“旧世界”，捍卫其过去的地位，而它与大多数其他成员国相比仍然更为富裕，却没有能力解决内部危机而需要外部力量的帮助。当新兴市场经济体发现，国际货币基金组织介入欧洲问题意味着希腊将违反公平对待原则获得巨额资金（正常来说国际货币基金组织应对此采取行动）时，这一切变得更加难以接受。

在2011年6月新任总裁的选举中，欧洲捍卫其国际货币基金组织主导地位方面的能力得到了生动展现，这一天正是希腊第二轮援助计划确定的前夜。60年来，欧洲作为国际货币基金组织最大的出资方一直要求占据领导地位。而现在，欧洲改变了这一逻辑并声称，它作为国际货币基金组织援助项目有史以来最大的受益者，应当领导国际货币

基金组织。然而，由于无法就单一候选人达成一致，新兴市场经济体未能利用欧洲当前的这一逻辑缺陷。墨西哥央行行长、前国际货币基金组织副总裁阿古斯丁·卡斯滕斯（Agustin Carstens）被认为与美国的关系过于亲密而未能得到拉美国家支持。中国看上去并无兴趣推举一位亚洲候选人。与此相反，包括英国在内的所有欧洲人罕见地在不到一周时间内迅速达成一致，支持法国财政部部长克里斯蒂娜·拉加德（尽管她可能陷入法国腐败丑闻的泥潭而面临司法调查）。基于欧美权力分享的非正式安排，美国的支持足以保证欧洲赢得选举，拉加德很快也获得了中国和俄罗斯的支持。然而，她私下对第二轮希腊援助项目持怀疑态度，并预计在3年内国际货币基金组织将需要为之投入更多的资金。注

失去信誉：胡乱应付，希腊私营部门参与计划延期

回顾国际货币基金组织对希腊的持续援助，国际货币基金组织的工作人员在2013年6月得出了一个令人沮丧的结论："市场信心并没有恢复，银行体系流失了30%的存款，经济陷入比预期更为严重的衰退，并伴随着极高的失业率。"注根据这一判断，最根本的问题在于国家自主管理不足：希腊人并不相信他们需要改革，只有债务减免这一现实方法才能让希腊人信服。国际货币基金组织暗示它从一开始就支持债务减免，但立即被欧盟委员会拒绝。欧盟经济和货币事务专员奥利·雷恩（Olli Rehn）再次强调债务减免的灾难性影响会成为危机的开端（雷恩称之为"欧洲的雷曼时刻"）。他还尖锐地指出："我不记得国际货币基金组织总裁多米尼克·斯特劳斯-卡恩早先提出早期债务重组，但我记得克里斯蒂娜·拉加德对此持反对意见。"注

因此，国际货币基金组织被迫胡乱应付了后续的债务持续性评估，在这一过程中丧失了信誉。2010年10月法国总统萨科齐和德国总理默克尔在法国多维尔海滩散步时达成一致的希腊私人部门参与计

划，在经历了长时间拖延后，终于在2011年7月得到欧洲当局特别是欧洲央行的认可，并作为第二轮1300亿欧元援助计划的一部分。私人债权人将得以大幅削减其风险敞口，同时进行大规模的债券替换，从私人持有负债替换为公共持有负债。作为补偿，国际货币基金组织将以更强硬的方式对欧元区国家政府施压，要求它们在发放财政贷款方面做出更多让步。

每个项目的审查均导致欧元区国家做出新的官方承诺，放宽现有贷款条件（降低利率和延长期限）。最初坚持国际货币基金组织介入的国家发现，它们堆积起巨额的官方债权以及对希腊的其他承诺。仅德国就向欧洲外围国家和希腊提供了1160亿欧元的财政信贷。此外，通过第二代泛欧实时全额自动清算系统的借贷，欧洲央行也累积了大量债权。2012年希腊债券置换所需官方资金的数额令德国官员震惊。

其他引入国际货币基金组织解决欧洲危机的激励也有所弱化。2011年11月戛纳二十国集团峰会，法国建议欧元区央行将其全部500亿—600亿欧元的外汇储备以国际货币基金组织特别提款权形式质押给欧洲危机基金进行托管。德国央行发表了一份简短的声明："我们知道这一计划，但对此表示拒绝。"(注)德国央行行长延斯·魏德曼在给默克尔的信中提出使用外汇储备只是金融诡计，只会强化市场的紧张情绪。德国央行负责德国的外汇管理，其中也包括特别提款权，不会允许开这样一个糟糕的先例。默克尔到戛纳才弄清楚央行信件的事情，她感觉被其他欧洲国家领导人和美国总统奥巴马逼到了绝境。根据某些新闻报道，在这种对抗压力之下，默克尔突然哭了起来。奥巴马施压称："德国占所有欧元区特别提款权的1/4……如果其他欧洲国家都团结在一起，却少了德国……这将失去可信度。"对此，默克尔回答说："这并不公平，我不能替代央行做出决定，我做不到。"然后她又补充说，"我不会做形同自杀的事"。(注)于是国际货币基金组织丧失了用武之地。

国际货币基金组织的援助项目——特别是针对希腊的项目——结果并不令人满意，而且损害了国际货币基金组织的信誉。爱尔兰和葡萄牙援助项目的结果看起来更令人欣慰，这些国家重新获得了市场准入（即进入资本市场融资）。葡萄牙项目的成功可能应归功于当时全球更低的利率环境，以及欧洲央行行长德拉吉“不惜一切代价”的言论。

在援助项目实施早期大家就很清楚，关于增长率和债务可持续性的大部分假设都过于乐观，和实际情况的巨大差距将使目标难以达成。在短短几周内，希腊状况进一步恶化，伴随着资本外流、经济恶化、债务失去可信度，以及不断地修改援助项目和债务持续性评估。图14.1展示了国际货币基金组织的工作人员每次进行项目评估，并将预期值与糟糕的现状相对比后，都要调低原方案［国际货币基金组织术语中的“备用信贷安排”（standby arrangement，SBA）］中的希腊经济增长预期。国际货币基金组织工作人员逐渐发现关键的难点在于如何重获竞争力，希腊需要通缩来降低成本，但通缩会导致债务实际价值上升，从而债务水平更加不可持续，这就是我们在第六章中所描述的贬值困境（Devaluation Dilemma）。一些国际货币基金组织官员开始将债务与通缩画上等号，1933年正是欧文·费雪提出了债务—通缩理论，解释了大萧条发生的根源。[注]这暗示国际货币基金组织本应在2010年就更直接地面对债务重组的需求，却错失推动欧洲向积极方向发展的良机。

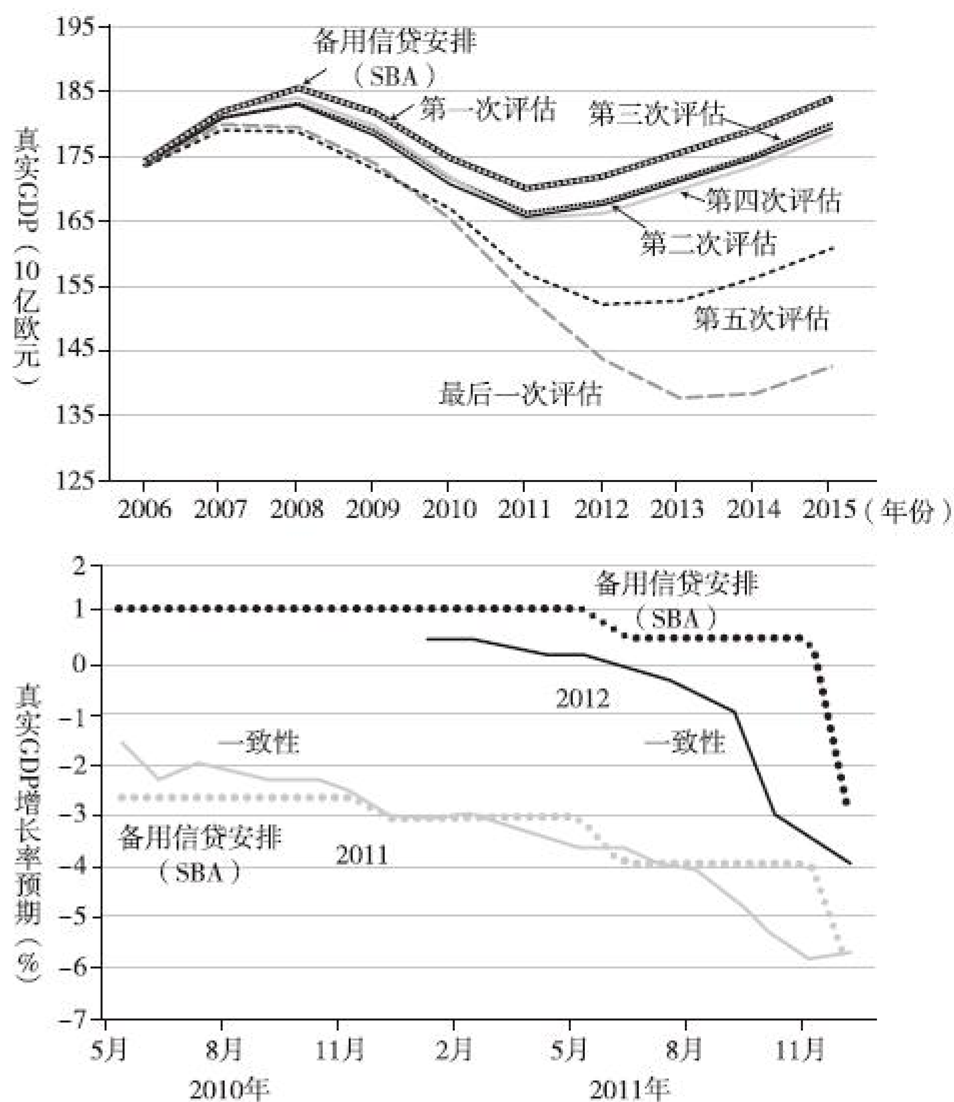


图14.1　希腊真实GDP水平与增长预期

资料来源：国际货币基金组织，希腊：事后评估。

对欧洲人来说，希腊的教训是深刻的。对债权国来说，国际货币基金组织最初以增加杠杆的方式登场。欧洲大国的政府试图利用国际组织来加强自身的危机管理能力。德国转向国际货币基金组织，原本是因为它希望确保纪律能得到严格执行，但国际货币基金组织推动用一个完全不同的方法来解决债务危机。在之后的阶段，法国提议利用国际货币基金组织作为增加欧洲金融稳定基金杠杆的工具：首先，通

过发展双边认缴份额来增加国际货币基金组织的资源；其次，尝试使用特别提款权直接提高欧洲金融稳定基金的借贷能力。由于德国央行在国际货币基金组织执董会中的地位可以阻止特别提款权的提案，因此这一动议未能获得成功。

对债务国而言，向国际货币基金组织求助意味着主权信用评级下调。催化剂效应不但存在，甚至还有很强的负面作用。因此，西班牙一直拒绝考虑预防性安排。2011年意大利和西班牙的改革项目直接由欧盟委员会和欧洲央行商议决定，国际货币基金组织并未参与，因此并没有正式的欧洲稳定机制/欧洲金融稳定基金项目。2011年11月，国际货币基金组织建立了“预防和流动性额度”（Precautionary and Liquidity Line，PLL），来解决耻于向国际货币基金组织求助的问题，然而，对于可能受危机冲击的国家而言，通过这一途径利用国际货币基金组织资源仍不具备吸引力。相反，这看起来像是在简单重复早期的实验，1999年也是在类似情况下引入了“灵活信贷额度”（Flexible Credit Line，FCL），但基本未被使用。

国际货币基金组织认为其最初的策略是错误的，应当坚持将债务减免纳入条款，在这一思路主导下，国际货币基金组织认为需要在2015年就第三轮希腊救助计划展开谈判，即“希腊激进左翼联盟”获得大选胜利后。问题在于谈判存在着三种相互矛盾的需求。德国坚持认为未经国际货币基金组织同意的新计划是不完整的，且难以实现；同时，德国要求不应取消官方部门的债务（尽管它实际上对相当于债务核销的债务延期和降低利率持开放态度）；此外，国际货币基金组织则强调只认可切实可行的项目，换个说法，即需要核销希腊官方部门的部分债务，但不包括国际货币基金组织自身对希腊的债权。2015年6月底，希腊发生了对国际货币基金组织的债务违约，尽管最终偿还了贷款。

鉴于谈判进入关键阶段，国际货币基金组织于2015年7月2日发布分析报告，试图以快刀斩乱麻的方式解决问题。报告详尽地记录了希腊债务的不可持续性，揭示了希腊改革失败的原因：未进行充分的结构性改革来刺激经济增长；没有足够的资产被私有化以用来偿还政府债务；政府没有能力承担足够的财政紧缩。欧洲政府试图压制该报告，但国际货币基金组织的工作人员努力说服克里斯蒂娜·拉加德应当顶住德国方面的压力，拒绝不包含官方部门债务免除的援助方案。(注)

2016年初，国际货币基金组织正式取消了作为希腊援助项目基础的系统性豁免。国际货币基金组织工作人员一直对债务过度可能导致项目失败的情况下仍然允许项目实施的做法表示不满。然而一些国家不希望打破现状，不愿意让国际货币基金组织离开欧洲，对此表示抵制。冲突的解决源于政治进程。在美国，多数共和党人被一些经济学家尤其是斯坦福的约翰·泰勒（John Taylor）说服，国会协商的结果是在回应全球金融危机、增加国际货币基金组织配额的一系列法案中，废除系统性豁免条件（而不是其他国内事项，譬如终止“奥巴马医改法案”）。泰勒的这一想法最先发表在《华尔街日报》上。(注)

国际货币基金组织对废除系统性豁免并不感到遗憾。在一份强有力的回顾评论中，国际货币基金组织承认，此前打破常规和传统原则的做法，使“补救措施将其成员置之于风险之中，并危及国际货币基金组织资源的安全性”。(注)国际货币基金组织令私人债权人次于国际货币基金组织贷款的做法增加了私人部门风险，因此未能实现它所宣称的最小化风险传染的目标。在宣布废除系统性豁免时，国际货币基金组织同时也承认了评估债务可持续性的难度，并回避了这一问题：“当成员的债务评估结果是可持续的，但概率不高时，要求实施有限的债务重组可能导致不必要的成本”，国际货币基金组织检查可能造成上述后果的情形。(注)这就可能需要“债务重置”（reprofiling the debt）：在找到债务可持续的路径前，暂停到期债务并停止债务偿还。用通俗的话来说，国际货币基金组织为这样的情况打造了路线图，其他公共部

门机构（例如欧盟及其成员国）需要容忍更高的风险：“在此情形下，只要在援助项目期间成员能够从其他融资途径获得资金，且资金规模和融资条件能够为政策落实提供项目支持和相关资金，那么国际货币基金组织就可以给予特别通道，尽管这并不一定能提高债务可持续性的概率、改善债务可持续性以及充分增强国际货币基金组织资源的安全性。”[注]2016年，国际货币基金组织不仅惹恼了债权人政府，还激怒了债务国。希腊总理齐普拉斯就一段被泄露的国际货币基金组织诱发希腊破产可能性的讨论予以回应时，指责国际货币基金组织谋划“使欧洲在政治上变得不稳定”。[注]

为什么国际货币基金组织在2015年和2016年奋力与欧洲政府对抗？当然这可以是严谨的经济推理的胜利，但可能来源于话语权不断增强的非欧洲成员国的挫折感，特别是亚洲，而尤其是中国。2015年，由于中国经济增长放缓，金融市场动荡，与中国的关系显得尤为关键。欧元危机的经历使批评之声日盛，指责国际货币基金组织过度以欧洲为中心，而未能成功或完全适应世界经济的主要结构性变化。由于官方债务替代了私人债务，而讨论越来越倾向于债务核销，国际货币基金组织和欧洲政府的支持性信贷都将面临越来越大的估值折扣压力，作为一个享有绝对特权的信贷合作社，国际货币基金组织的地位也将受到威胁。关于欧元问题的讨论加速了新兴市场经济体试图替代布雷顿森林体系制度架构，例如，“新开发银行”［New Development Bank，NDB；也被称为“金砖银行”（BRICS bank）］代替世界银行向基础设施以及可持续发展项目提供贷款，1000亿美元的“应急储备安排”（Contingent Reserve Arrangement，CRA）代替国际货币基金组织帮助其成员克服经济困境。国际货币基金组织和世界银行在2014年迎来了70周年的生日，然而没有人认为这值得庆祝。国际货币基金组织诞生于欧洲大战后期，看上去一场欧洲准战争（这一回是关于理念的战争）正在威胁着它的效率和影响力。

---

1. 系统性豁免是国际货币基金组织内成员重要的借贷政策，在成员有重大金融风险并存在溢出效应时，国际货币基金组织可以考虑放宽向其提供金融帮助的条件。——译者注

2. Paris Match，2540，January 29，1998，62.

3. Donald Moggridge，The Collected Writings of John Maynard Keynes.Volume 25.Activities 1940-1944：Shaping the Post-War World：The Clearing Union （Cambridge：Cambridge University Press，1980），1.

4. Armand Van Dormael，Bretton Woods：Birth of a Monetary System （New York：Homes and Meier，1978），6-7.Joseph Gold，Legal and Institutional Aspects of the International Monetary System：Selected Essays II （Washington DC：IMF，1984），19.Donald Moggridge，Maynard Keynes：An Economist’s Biography （London：Routledge，1992），654.

5. Keith Horsefield，ed.，International Monetary Fund：1945-1965：Twenty Years of International Monetary Cooperation，vol.3 （Washington DC：IMF，1986），31； see also Moggridge，Maynard Keynes，673.

6. Rawi Abdelal，Capital Rules：The Construction of Global Finance （Cambridge，MA：Harvard University Press，2009）.

7. 布雷迪计划允许债权人将流动性差的不良贷款转换为流动性较好的可交易的布雷迪债券，该债券本金部分由特别发行的美国零息国债作为抵押，并由美联储托管。

8. 米尔顿·弗里德曼，“市场救援”，《华尔街日报》，1998年10月13日，最新登录时间2016年1月4日，来自http：//online.wsj.com/articles/SB908 229 279775781500。

9. David Francis，“World Economy Hailed at Madrid Finance Meeting，” Christian Science Monitor，October 4，1994.Last accessed January 4，2016，from http：//www.csmonitor.com/1994/1004/04012.html.

10. Quoted in Harold James，International Monetary Cooperation since Bretton Woods （Washington DC：IMF；New York：Oxford University Press，1996），109.

11. Anne Krueger，“International Financial Architecture for 2002：A New Approach to Sovereign Debt Restructuring，” address at the National Economists’ Club Annual Members’ Dinner，American Enterprise Institute，Washington DC，November 26，2001.Last accessed January 4，2016，from https：//www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm.

12. IMF，“Cross-country Experience with Restructuring of Sovereign Debt and Restoring Debt Sustainability，” August 29，2006； Federico Sturzenegger and Jeromin Zettelmeyer，Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises （Cambridge，MA：MIT Press，2007）.

13. “IMF Urges Stimulus as Global Growth Marked Down Sharply，” IMF Survey Magazine，November 6，2008.Last accessed January 4，2016，from https：//www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/NEW110608A.htm.

14. “Eurogroup’s Juncker Says No Need for Greece IMF Aid，” Reuters，January 14，2010.http：//www.reuters.com/article/eu-juncker-greece-idUSPAB00 80 9520100114.

15. Ralph Atkins，“Tough Words and Hard Budgets for Euro Area，” Financial Times，December 9，2009.Last accessed January 4，2016，from www.ft.com/intl/cms/s/0/0d5a6622-e4b4-11de-96a2-00144feab49a.html#axzz3GbmkmaX9.

16. Lesley Wroughton，Howard Schneider，and Dina Kyriakidou，“How the IMF’s Greek Misadventure Is Changing the Fund，” Reuters，August 28，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//www.reuters.com/investigates/special-report/imf-greece.

17. Charles Forelle，“Merkel Defends Role of IMF in Greek Deal，” Wall Street Journal，March 27，2010.Last accessed January 4，2016，from http：//online.wsj.com/articles/SB10001424052748704100604575145550516810926.

18. Ian Traynor，“Angela Merkel Agrees on Greece Rescue Package—But Wants New Euro Rules，” Guardian，March 25，2010.Last accessed January 4，2016，from http：//www.theguardian.com/business/2010/mar/25/angela-merkel-greece-package；Gerrit Wiesmann and Quentin Peel，“Berlin Shifts Stance on IMF Role in Greece，” Financial Times，March 18，2010.Last accessed January 4，2016，from http：//www.ft.com/intl/cms/s/0/3943e114-327f-11df-bf20-00144feabdc0.html#axzz3GbmkmaX9.

19. Forelle，“Merkel Defends Role of IMF.”

20. “Une vidéo de Dominique Strauss-Kahn sur l’aide du FMI agace la Grèce，” 20 Minutes，May 4，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.20minutes.fr/economie/717974-20110504-economie-une-video-domi nique-strauss-kahn-aide-fmi-agace-grece.

21. Dominique Strauss-Kahn，“The Global Jobs Crisis—Sustaining the Recovery through Employment and Equitable Growth，” text of speech given at the Brookings Institution，Washington DC，April 13，2011.Last accessed January 4，2016，from https：//www.imf.org/external/np/speeches/2011/041311.htm.

22. “IMF Document Excerpts：Disagreements Revealed，” Wall Street Journal，October 7，2013.Last accessed January 4，2016，from http：//blogs.wsj.com/economics/2013/10/07/imf-document-excerpts-disagreements-revealed.

23. Wroughton，Schneider，and Kyriakidou，“IMF’s Greek Misadventure.”

24. The staff proposed getting rid of the systemic exception in June 2014.

25. IMF，Greece：Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2010 Stand-By Arrangement，IMF Country Report 13/156，June 2013.

26. Paul Blustein，“Laid Low：The IMF，the Euro Area and First Rescue of Greece，” CIGI Paper No.61，April 2015，7.

27. 2011年8月，国际货币基金组织新任总裁克里斯蒂娜·拉加德在杰克逊镇发表演讲中呼吁“强制性大规模资本重组——应先寻求私营部门资源，但可在必要时使用公共资金”。Christine Lagarde，“‘Global Risks Are Rising，but There Is a Path to Recovery’：Remarks at Jackson Hole，” text of speech at Jackson Hole，August 27，2011.Last accessed January 4，2016，from https：//www.imf.org/external/np/speeches/2011/082711.htm.

28. Blustein，“Laid Low，” 16.

29. International Monetary Fund，“Euro Area Policies：2011 Article IV Consultation—Staff Report；Public Information Notice on the Executive Board Discussion；and Statement by the Executive Director for Member Countries，” IMF Country Report No.11/184，July 2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11184.pdf.

30. Simon Carswell，“Scheme Designed to Protect Banks First and Then Ordinary Depositors，” Irish Times，October 2，2008，http：//www.irishtimes.com/news/scheme-designed-to-protect-banks-first-and-then-ordinary-depositors-1.890174 .

31. Paul Williams，“Anglo Tapes：Give Me the Moolah，Warned Drumm，” Independent，June 27 2013.Last accessed January 4，2016，from www.independent.ie/business/irish/anglo/anglo-tapes-give-me-the-moolah-warned-drumm-29376066.html.

32. Jamie Smyth，“IMF Boosts Irish Debt Relief Case，” Financial Times，September 10，2012.Last accessed January 4，2016，from http：//www.ft.com/intl/cms/s/0/b08e0720-fb60-11e1-b5d0-00144feabdc0.html#axzz3GbmkmaX9.

33. Graeme Wearden and Phillip Inman，“Greece Faces New Debt Crisis Amid Fears of Default，” Guardian，April 14，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.theguardian.com/business/2011/apr/14/greece-debt-crisis-euro area-george-papaconstantinou.

34. James Neuger，“Strauss-Kahn Saga Exposes Flaws in Euro Debt-Crisis Management，” Bloomberg，July 10，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.bloomberg.com/news/2011-07-10/strauss-kahn-saga-exposes-flaws-in-europe-s-greek-debt-crisis-management.html.

35. See，for example，George Georgiopoulos and Ingrid Melander，“Greece Default Hangs in Balance，” Financial Post，September 19，

2011.http：//business.financialpost.com/news/economy/greece-told-shrink-state-to-avoid-default-2.

36. Wroughton，Schneider，and Kyriakidou，“IMF’s Greek Misadventure.”

37. Larry Elliott，Phillip Inman，and Helena Smith，“IMF Admits：We Failed to Realise the Damage Austerity Would Do to Greece，”Guardian，June 5，2013.Last accessed January 4，2016，from http：//www.theguardian.com/business/2013/jun/05/imf-underestimated-damage-austerity-would-do-to-greece；International Monetary Fund，“Greece：Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-by Arrangement，”IMF Country Report No.13/156，July 2013.Last accessed January 4，2016，from http：//www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13156.pdf.

38. Paul Taylor，“Analysis：Euro Bailout Troika Nears End of Road with Patchy Record，”Reuters，June 10，2013.Last accessed January 4，2016，from http：//www.reuters.com/article/2013/06/10/us-euro area-troika-idU.S.BRE 95904420130610.

39. “Update 1—Bundesbank：C’bank Reserves Will Not Help Fund EFSF，”Reuters Africa，November 5，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//af.reuters.com/article/metalsNews/idAFL6E7M50PH20111105.

40. Peter Spiegel，“How the Euro Was Saved，”Financial Times，May 11，2014.Last accessed January 4，2016，from http：//www.ft.com/intl/cms/s/0/f6f4d6b4-ca2e-11e3-ac05-00144feabdc0.html#axzz3mI04JHK8.

41. Olivier Blanchard and Daniel Leigh，“Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers，”IMF Working Paper 13/1，January 2013；Ashoka Mody，“In Bad Faith，”Bruegel，July 3，2015.Last accessed January 10，2015，from http：//bruegel.org/2015/07/in-bad-faith.

42. Paul Taylor，“Exclusive：Europeans Tried to Block IMF Debt Report on Greece：Sources，”Reuters，July 3，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//uk.reuters.com/article/2015/07/03/us-euro area-greece-imf-idukKCN0PD20120150703；Mody，“In Bad Faith.”

43. John B.Taylor，“The Lesson Greece’s Lenders Forgot，”Wall Street Journal，July 9，2015.http：//www.wsj.com/articles/the-lesson-greeces-lenders-forgot-1436482117.

44. IMF Press Release 16/31，January 29，2016.Last accessed January 31，2016，from http：//www.imf.org/external/np/sec/pr/2016/pr1631.htm.

45. 同上。

46. 同上。

47. Liz Alderman，“After WikiLeaks Revelation，Greece Asks I.M.F.to Clarify Bailout Plan，”New York Times，April 3，2016，4.

第十五章　欧洲中央银行

2012年7月26日，当马里奥·德拉吉在伦敦举行的“全球投资大会”上发表讲话时，在场听众并未预期会有什么惊喜。当时市场极为紧张，资本和存款从西班牙和意大利逃离之势几近恐慌。德拉吉这次提前准备好的讲话更像是安慰剂，并无新的内容。但是，德拉吉在演讲稿上手写了著名的两句话：“欧洲央行在职责范围内，已经准备好不惜一切代价保卫欧元。而且相信我，我们会做到。”注

事实证明，德拉吉的这两句话成为市场、政治以及危机走向的转折点。当时，并没有宣布什么具体的政策，即使当年晚些时候欧洲央行宣布了直接货币交易计划来购买欧元区国家的债券作为相应的改革措施，但实际上后来并没有推出任何直接货币交易计划工具。这两句话像是一种幻觉，却令人惊讶地有效。在德拉吉讲话后的几周内，意大利和西班牙的信贷违约掉期的息差大幅下降，而且直接货币交易计划被认为标志着欧元区危机的结束。在7月会议不久后的几周，一些分析师和政治家就提前宣布危机已经结束了。这次市场逆转显而易见地说明了欧洲央行的实力，以及它独一无二的扭转事态的能力。政治领导人反复宣称他们将不惜一切来保卫欧元，然而市场知道他们不会，任何正面的市场影响经常在几天内甚至几个小时内就不复存在。但是，当一位央行人士站出来说出完全相同的话时，市场知道这个承诺是可信的。

实际上，央行成为全球金融危机的明星。央行知道它们需要果断和创造性地应对政府、财政机构以及政客们不易解决的那些问题。2008年9月雷曼兄弟倒闭后，美国政府和国会忙于即将到来的总统选举而几近瘫痪，根本无力应对此事。但是美联储却果断行动，向银行系

统注入流动性。纽约联储采取了非正统的方式来干预市场，即支持一家一旦倒闭可能破坏全球金融市场的系统重要性金融机构：向美国国际集团提供850亿美元贷款，作为交换，政府持有美国国际集团80%的股权；同时，还提供209亿美元的商业票据计划，并为其有价证券提供380亿美元的流动性支持。美联储主席本·伯南克曾直言不讳地谈到历史教训是如何推动政策决策的。他表示：“历史告诉我们，当严重的金融危机发生时，政府的介入经常为时已晚，在那个时点大多数金融机构已经破产或濒临破产。”[注]货币政策能够扭转市场对未来的预期，从而影响当前的资产价值。这关乎着行为人破产还是不破产的问题。在一个多重均衡的世界里，央行能够在短时间内将行为人带回好的均衡中。货币政策似乎是恢复短期经济增长预期的强大政策机制。但长期来看，货币政策影响整体增长率的程度则较为有限。

在危机期间，欧洲央行将自己重塑为欧盟的机构。为了更好地阐述这一变化，本章从危机前的欧洲央行着手，描述其制度设计、管理理念和运行机制。随后描述欧洲央行在危机开始时的表现：它在2008年金融危机中的反应及面临的政治压力（特别是多维尔协议），这些促成了之后的欧元危机。这些事态发展使欧洲央行以三驾马车的政治形式参与危机管理，本章第三部分将分析政策制约带来的新问题。

由于形势所迫，欧洲央行已经做出了改变，包括它的货币政策方式，以及通过资产购买或借贷项目发行更多有价证券来借出资金（或发行货币）。在某种程度上，它改变了欧洲对货币的定义。因此本章还将探讨关于实施“债券购买项目”（bond-purchasing programs）的争论，考察前文所述的各国处理方式之间的差异如何影响货币政策，即德国担心以货币手段来实现类似于财政政策的效果，而法国则倾向于认为这就是必需且对症下药的方式。本章还涉及欧洲央行进入银行业监管的全新领域，其职能在危机前即被一些中央银行（但非全部）采用，但是初期对这一职能的适当性德法之间曾有巨大争议。

本章探讨以下问题：

●欧洲央行的组织架构和经济理念如何影响其决策能力？针对危机的复杂性，是否进行了改进或调整？

●欧洲央行的货币政策手段是如何随欧元区危机变化的，特别是在德法分歧的情况下？

●在欧元区危机期间，欧洲央行采取了哪些工具来执行其决策？欧洲央行是被迫开发这些新工具的吗？它创造的工具引发了什么争论？

●不久后欧洲央行被迫介入银行监管。这一举动的重要性如何？是谁推动了这一变化，谁又在反对这一变化？理由是什么？

危机前的欧洲央行：制度设计和经济理念

作为欧盟机构的欧洲央行

欧洲央行是一家非同寻常的中央银行，不同于美联储、日本央行和德国央行，它并不对应某个单独的政府主体。实际上，在2010年新的欧盟《里斯本条约》实施前，即金融危机中期，欧洲央行在法律上甚至不算是欧盟的机构。但是，与其他现代央行一样，欧洲央行将（欧元区国家发行的）政府债券作为货币政策的基础工具。

欧洲央行可能是世界上最有权力的中央银行。它的独立性不是简单的一部国内法律的结果，而是隐含在国际公约中。欧洲央行由一个六人组成的执行董事会（executive board）负责日常管理（其中包括一位行长和一位副行长），人员都是由欧洲理事会每八年一届指定的。执行董事会和欧元区各国央行的行长，一并组成管理委员会负责做出政策决定，每月召开两次会议。虽然是由各国政府直接或间接指定的

人选，但是执行董事会的成员是以个人身份参加的，并不作为特定国家的代表。在执行董事会的第一次会议上，德国央行行长汉斯·提特梅耶（Hans Tietmeyer），一个身强力壮态度有点傲慢的男人，就坚持提出执行董事会的成员按照其名字的字母顺序入座，而不是按照其所在国的顺序。按法律规定，这些成员不得接受各政府当局的指令（特里谢行长就因拒绝来自法国总统影响欧洲央行决策的任何企图而闻名）。执行董事会的所有成员都是平等的。除了一些影响利益和损失分配的长期遗留事项，执行董事会的决定是基于“一人一票”的多数原则。注然而实际上，在早期欧洲央行仍算成功的年份里，很少投票，决定多为一致通过，很大程度上由行长促成。

经济理念

在欧元区危机爆发前，欧洲央行一直因稳定和成功而备受赞誉。虽然在法兰克福举办的欧元十周年庆典已经适当地克制和谦逊，但是仍洋溢着骄傲自得的情绪。甚至一些十分强硬的批评家们都赞扬欧元区单一货币机制的成功非比寻常。而以特里谢为首的来自欧洲央行的代表们，最为他们自己取得的成就感到自豪，欧元区在管理通胀方面的表现甚至胜过以专注价格稳定的德国央行所创造的历史传奇。

在欧元的第一个10年中，平均通胀率维持在1.97%，完美实现了欧洲央行维护价格稳定的首要职责。这彰显了欧洲央行经济理念中的一个决定性因素：正如在《欧盟运行条约》中写的，它的首要目标即是维持价格稳定。这一点不同于美联储，美联储具有双重目标，分别是价格稳定和经济稳定。显然，这种专注于维持价格稳定的央行特征传承于德国央行；由于遭遇德国此前经历了历史上多次通胀事件，德国央行在价格稳定方面采取强硬立场。因此，至少从历史上来看，欧洲央行并不是建立在经济稳定高于价格稳定的原则之上，但是正如我们之后看到的，欧元区危机推动欧洲央行走向这一方向。从这一意义上讲，欧洲央行的变化是与德国观点的一种必要妥协。

欧洲央行经济理念的另一个决定性因素是，欧洲央行必须将欧元区视为一个整体。实际上，即使通胀率维持在2%，仍暗含着一定程度的问题：正如图15.1所示，这个数字只是平均值，然而欧洲南部的通胀水平远高于北部地区。

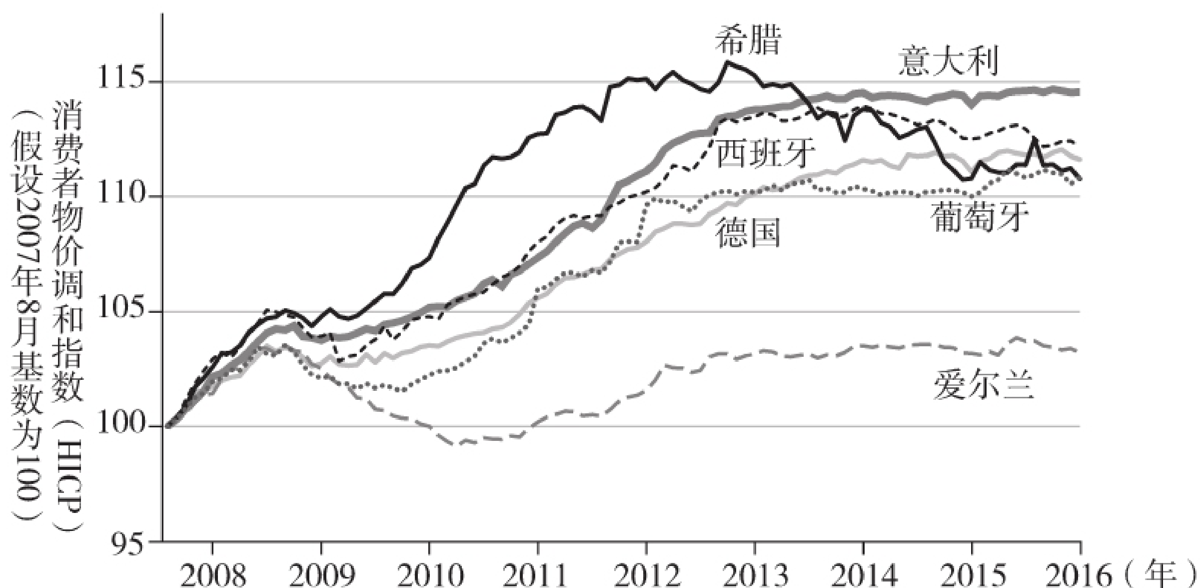


图15.1　从2007年8月开始的价格指数

资料来源：欧洲统计局。

这种失衡不仅反映在价格上，还反映在贸易差额中：比如，德国有巨大顺差的同时，南部国家经常出现贸易逆差，其结果已众所周知。欧洲央行并未忽略这些差异。欧洲央行管理委员会（governing council）颁布的每份政策声明几乎都呼吁各国实现名义工资和通胀率的趋同，并指出当前核心国家和外围国家竞争力的差距在扩大。特里谢本人会定期制作图表，强调单位劳动力成本的背离以及内部失衡在加剧。但由于金融市场运转良好且赤字通过融资解决，那些呼吁被市场和政策制定者视而不见。

欧洲央行的策略是延续德国央行作为通胀斗士的杰出声誉。注最初在1998年，欧洲央行制定了简单的价格稳定目标，含蓄地将通货膨

胀率设定在0~2%之间。之后，来自德国央行的奥托马·伊辛（Otmar Issing），欧洲央行的第一位首席经济学家，在欧洲央行货币政策策略的制定方面发挥了作用，包括“双支柱”的货币政策工具。第一支柱是“货币分析”，这一方法沿用自德国央行，特别关注货币总量及其变化情况，并且与名义收入做比较。尽管德国央行对货币增长有明确的目标，但欧洲央行只设定了一个参考值，较少将这一指标直接与货币政策决策相关联。原因在于，面对那么多各不相同的国家，收入和货币（货币需求）更加不稳定而且更难预测。第二支柱更像是沿用于其他主要央行的方法，这一支柱主要基于动态随机一般均衡（DSGE）模型的经济分析。这一大型模型的假设价格刚性，使欧洲央行管理委员会通过大量的数据评估通胀水平的短期和中期前景。这一数据包含了货币总量。尽管欧洲央行的决策者从未承认，而且实际上一直抵制采纳根据该模型分析提出的任何建议，但他们仍遵循着第二支柱中以通货膨胀为目标的框架。而且，他们认为，适度关注第一支柱里中期价格波动中的货币变化情况，有助于解决通胀目标制中过度关注长期的问题。[注]“货币增长目标制”的目的是保持短期和中期内的价格稳定，其假设前提是，长期来看“货币数量理论”是成立的。第一支柱中的参考值是货币增长——特别是M3的增长量（广义货币供应量，包括定期和活期存款，以及货币市场基金）。由于更喜欢关注动态随机一般均衡模型，美联储自2006年起便不再公布这一数据。

21世纪头10年，M3的增长持续超出预期，结果，作为欧洲央行政策框架的重要组成部分，货币增长带来了严重的沟通问题。在2003年重新审视了其货币政策框架后，欧洲央行决定做出重要修正。

首先，调换了两个支柱的先后次序：经济分析成为第一支柱，而货币分析变为第二支柱。更重要的是，货币增长的参考值也停止发布。货币分析降格为交叉核对的辅助角色。欧洲央行利用货币分析支柱中的货币总量所隐含的长期通胀信号，来交叉核对经济分析支柱中的信息。关注的重点首先转向信贷增长，它被视为财政失衡的预警指

标，之后又转向范围更广的货币和金融变量。[注]在2006年的一次高层会议上，欧洲央行开始明确寻求新方法。[注]

最终，欧洲央行重申了价格稳定的定义。当欧元被创造出来时，欧洲央行曾主动量化价格稳定的定义，这是《马斯特里赫特条约》留给欧洲央行管理委员会的任务。因此，之后欧洲央行“接管”了这一任务，然而在英国，这一权力仍属于自己的管理者（英国财政大臣）。一开始，欧洲央行认为，如果通胀率在2%以下，就能实现价格稳定。但这立即招致经济学家和市场参与者的诸多质疑。这一定义是否意味着任何低于2%的数字都是可以接受的？零通胀率是否也意味着价格稳定？（关于消费者价格指数合理性的讨论只简单地假设价格有一定上升吗？）欧洲央行一定程度上陷入尴尬，多年来它一直回避这个问题。在整个讨论的背后有一个基本问题：通胀目标是对称的吗？或者说，当通胀太低而不是太高的时候，欧洲央行也会采取同等的行动吗？

很多主要的中央银行——包括英格兰银行——采用了其他定义：它们取围绕中间值的一个区间作为参考。比如，英格兰银行当时选取了（现在仍是）以2%为中间值，上下各浮动1%的区间。这一目标明显是对称的，而且如果通货膨胀率高于3%或者低于1%时，官员需要致函财政大臣。因此，在2003年，当通货膨胀率低于并接近于2%时，欧洲央行决定更对称地移动目标并重新定义价格稳定。这一规划（formulation）清晰地表明过低的通货膨胀率是不可接受的。另一方面，有些尴尬的是，很多自诩为欧洲央行观察者的人开始推测（未公布的）目标是不是1.8%或1.9%。直到2012年，这一争论才逐渐消失，因为那时美联储也首次采用价格稳定的这种量化定义，和2003年欧洲央行的规划一致，至此对欧洲央行的责难才停止。

危机时期，欧洲央行的经济理念中一个不曾明说的部分开始突显。作为欧元区唯一真正的联邦性机构，欧洲央行虽然并未言明，但

它意识到维护货币联盟完整无缺和良好运作的最高责任。在欧洲央行大多数官员和其两任行长的心目中，这一责任使欧洲央行在达成货币稳定目标的情况下，采取所有必要的行动来保护欧元。欧洲央行执行董事会对其使命的理解与条约是一致的。而且，当欧洲央行的政策制定者们不得不采取特别措施或者有争议的行动时，他们会尽力提到这些行动“符合我们的使命”（在2012年7月26日德拉吉的一次著名演讲中，他就以这句话开头）。这一理念也激励着特里谢，他深信欧洲央行的价格稳定使命包括保障“货币政策传导”，而金融不稳定将扰乱政府债券市场，从而破坏这一机制。㊟他认为，避免违约甚至政府违约的可能性，对于保证欧元区的凝聚力和阻止破坏性的传染十分关键。德拉吉有着同样的关切：他的行动更大胆，尽管他不会像其前任一样用同样的梦想式热情来证明这些行动的合理性。

为了保卫欧元，两任行长都开展了颇具争议的政府债券购买计划，但受到主要股东——德国央行的强烈反对。特里谢和德拉吉都认为他们所做的符合使命，这一使命允许他们在维持价格稳定的情况下不惜一切保卫欧元。当然，德国并不同意。德国对价格稳定的界定更为广义，是一种稳定的文化，任何对未来政策制定的完整性构成（哪怕一点点）风险的行为都要避免。显然，购买政府债务属于这类行为，是不应该发生的。这种关于稳定的不同含义在危机期间成为诸多误解、分歧甚至争论的根源。

欧元体系的内部运行

欧洲央行是欧元体系的一部分，这一网络包括成员国中央银行。这些央行负责实施货币政策，并在本国也有欧元体系的账户。

欧元体系的结构相当复杂。尽管有着良好的设计，但在危机期间承受了巨大压力。一些在危机前被视为良性和司空见惯的技术性特点和因素，在危机中却承担了决定性的政治角色，并引发了巨大争议。在2010年之前，没有人听过“抵押品资格”或“第二代泛欧实时全额自动

清算系统”。这两者在2010—2012年的欧元区内，都曾是激烈的公共讨论对象和艰难抉择的对象。本章将阐释其中的原因及发生过程。

让我们从银行入手讲起。银行在欧洲央行储备存款，以此来保持流动性，用于满足其他银行的支付或现金提款需求。当需要更多资金时，银行可以在同业市场向其他银行借款，也可以从欧洲央行借款，这就叫作再贷款。从技术层面而言，再贷款是通过回购方式进行的。从经济学角度而言，回购交易是指欧洲央行以取得证券的形式向银行发放贷款（有特定的时限，一般为1天到3个月），该证券被称为抵押品。当回购到期，银行还贷并重新获得抵押品所有权。

在这里，有两点需要注意。第一，欧洲央行并不拥有这一抵押品。它没有购买这项抵押品。第二，欧洲央行在这项操作中严格限制自身承担的风险，因为如果银行无法偿还贷款，欧洲央行将获得这一抵押品并将之出售。为了降低销售抵押品过程中的可能损失，欧洲央行要求抵押品的价值高于（有时要远高于）它为银行提供流动性所借出的贷款。例如，欧洲央行为银行提供100欧元流动性资金的同时，需要获得价值150欧元的抵押品。这个差值（在本例中为50欧元）叫作估值折扣。政府债券由于被视为安全资产，因此价值最高，而且经常被用作抵押品。正常时期，政府债券的估值折扣最低。

但是，当时并非正常时期，而且在很多情形下，外围国家（以及一些核心国家）的政府债务会被评级机构降级。所以政府债券不再被视为安全。一些技术参数，比如估值折扣，成为极其重要的政策决策工具。事实上，通过决定能够接受哪些抵押品以及使用什么估值折扣，欧洲央行的管理委员会可以切断银行和整个国家的流动性及外部融资来源。这一武器威力强劲，因此在使用时需极度小心。但是，选择总是要做的。实际上，欧洲央行不得不建立自己的理论和框架，来决定抵押品政策及其适用的情况。抵押品成为限制性条款的一个重要

支撑。后文将进一步说明，这一限制性条款威力之强，至少导致欧盟国家的两次政权更替。

雷曼危机之后，评级机构开始下调众多资产的评级，对一些银行而言，符合要求的抵押品变得稀缺。欧洲央行的第一反应是降低抵押品要求，并扩大可用的抵押品资产集合。比如，雷曼倒闭后的一个月，欧洲央行对抵押品的评级要求从A-降至BBB-。受危机影响，其他央行也大幅扩大了可接受抵押品的范围，包括美联储和英格兰银行。2010年5月，欧洲央行取消了对希腊政府债券的最低标准，又于2011年3月将这一豁免扩大到爱尔兰，2011年7月扩大到葡萄牙。欧洲央行并不依赖机构评级，相反，只要与欧债危机“三驾马车”援助项目一致，它就接受这些危机国家的政府债券。随着危机持续，德国评论家们越来越强烈地批评这种放松抵押品标准的做法。(注)

如果一个国家的银行抵押品不合格，则无法从欧洲央行直接再融资。但它们还有最后一个求助对象，即从母国中央银行获得紧急流动性援助（ELA）。严格来说，紧急流动性援助类似于再融资，是一种回购。但两者有三个不同：第一，紧急流动性援助可以接受低质量的抵押品，而再融资则不行；第二，紧急流动性援助中如贷款无法偿还，则风险由本国中央银行承担，而再融资的损失则在欧元体系内部共担；第三，对银行而言，紧急流动性援助的融资成本更高。

虽然如此，紧急流动性援助创造了流动性，但是会影响货币政策执行的效果。因此，在三分之二多数同意的情况下，欧洲央行管理委员会可以对一国中央银行的紧急流动性援助供应量设定限额。同样，欧洲央行为紧急流动性援助规定适用条件，从而对于那些困境中的银行和国家而言，紧急流动性援助便成为执行限制性条款的极为有力的工具。在2015年希腊危机最为严峻的时期，欧洲央行对紧急流动性援助每日予以核准。它通过巧妙的操作，为希腊的银行提供必要的流动

性，并以此施压推动希腊就某个项目达成一致，同时还要注意避免项目本身的内容受到干扰。

在执行货币政策时，欧元体系是一个单一的实体。但是它包含很多元素，对其架构最好的描述就是：一个由不同主体（欧洲央行和各国央行）通过预设的流程和规则持续相互作用的网络。

欧洲央行和各成员国央行之间的财务联系是欧元区的主干和命脉。国家间的跨境支付最终由各国央行通过第二代泛欧实时全额自动清算系统的多边支付系统进行清算（2007年第二代泛欧实时全额自动清算系统替换了第一代泛欧实时全额自动清算系统）。

危机之前，大规模的跨境资本通过银行间市场流动。西班牙等诸多欧洲外围国家的银行，都通过银行间市场为其短期内需要归还的债务进行再融资，比如从一家德国银行借款。当银行间市场的流动性枯竭，信贷供给也随之枯竭，西班牙的银行便转而从西班牙央行借款。交易另一端的德国银行，将其超额储备存放于德国央行。为了实现清算系统的平衡，西班牙央行便在其中（第二代泛欧实时全额自动清算系统）对德国央行有一笔负债。

其他一些情况下，也会产生第二代泛欧实时全额自动清算系统的记账，比如一个希腊存款人关闭了他在一家希腊银行的账户，并将资金全部转入一家德国银行。这家希腊银行需要从希腊央行借款来替换这笔失去的存款，希腊央行在清算系统中计入借方；这家德国银行将收到的钱存入德国央行，德国央行计入贷方。

第二代泛欧实时全额自动清算系统衡量了欧洲央行和各国央行共同组成的“欧洲中央银行体系”作为中间机构的参与程度。类似第二代泛欧实时全额自动清算系统的央行间失衡也发生在美国。美联储在2008年以后建立了“地区间清算账户”（interdistrict settlement account），旧金山和里士满的联储有大额负债，而纽约联储有大量资

产。这一情况与欧洲第二代泛欧实时全额自动清算系统的失衡情况类似，其失衡源于一些商业银行的大规模资金流出，这些银行都在全美运营，但其总部（即资金中心）设在12个地区性联储辖区之一的某个地方。

导致第二代泛欧实时全额自动清算系统失衡的原因有很多。从最简单的层面来看，这种失衡表示以央行间的债权替代了私人部门积累的债权。私人债权总有不确定性，即债务人可能无法偿还债权人，而现代货币体系是基于中央银行的支付能力，从而创造出绝对安全的债权。在某种意义上，第二代泛欧实时全额自动清算系统失衡在欧元区的角色相当于国际货币体系中各央行间的“货币互换额度安排”（swap-line arrangement），只不过没有任何汇率波动。

如果欧元体系恢复正常运转，那么第二代泛欧实时全额自动清算系统失衡的积累（见图15.2）将不会造成任何后果，而且实际上美国体系中个人储蓄账户的余额从2011年后就开始下降。但重要的是，这些失衡是一个潜在的巨大威胁，也就是说，一旦这一体系崩溃，参与者将遭受巨额损失。在前任德国央行行长赫尔穆特·施莱辛格（Helmut Schlesinger）的心中，这就是一个潜在威胁，他曾就这一问题和同期的德国央行领导层有过沟通。在2011年早期发表的一系列文章中，汉斯-维尔纳·辛恩将大家的注意力吸引到这一前期被忽略的现象上。[注]辛恩认为，德国央行的巨额债权人头寸和欧洲南部央行的债务人头寸说明，问题很严重，德国很脆弱。[注]他认为这种失衡的加剧可以用来衡量净“支付指令”（payments orders），也就是说，这部分经常账户失衡是不能通过私人资本市场融资的。从这种意义上，他认为这一体系中的债权从功能上相当于一种无条件的、由公共部分融资的国际收支融资（balance of payment financing）。第二代泛欧实时全额自动清算系统的赤字水平已有显著改善（比如2012年中期的西班牙），但是这个现象并不被视为银行体系的信心恢复和私人部门的存款上升，而是

官方的银行救助计划划拨资金的结果，即另一种形式的公共部门融资。注



图15.2　第二代泛欧实时全额自动清算系统平衡

资料来源：欧洲央行。

2015年末，各国央行（在欧洲央行资产负债表之外）购买大量资产，这一现象引发关注，特别是在德国。法国央行增加了其持有的由欧元区居民（包括政府）发行的以欧元计价的资产，从2012年的100亿欧元增加到2014年的900亿欧元，而意大利央行从2006年的350亿欧元增加到2014年的800亿欧元。这些资产组合在“净金融资产协议”（Agreement on Net Financial Assets，简称ANFA）下运作，是市场管理标准流程的一部分，但也可作为提供给各国央行实施地区性有限刺激措施的一种方式。

欧洲央行早期的成功和失败

欧洲央行的早期成就

当全球金融危机爆发时，欧洲央行反应迅速，其著名的行动是在2007年8月8日额外注入950亿欧元的流动性。而在当时，英格兰银行

（英国央行）仍犹豫不决且担心道德风险问题。欧洲央行此后还采取了更加大胆的行动，在2008年10月将救市计划扩大为无限制的“流动性注入计划”。于是，资金不再流向出价最高的银行，而是无限制地通过抵押品限制以固定利率贷给银行。这一极度积极的危机管理旨在消除市场认为欧洲央行缓慢和死板的看法（市场认为美联储更加灵活）。在欧洲央行成立的最初几年中，曾有大量的市场分析对欧洲央行持有这样的看法，但是2007年后这种观点开始消散。欧洲央行的货币政策看上去确实比美联储的更有创造性，也更有能力应对危机。美联储的问题在于，它用于向银行提供紧急资金的“贴现窗口”成为耻辱的标记，银行不愿意宣称自己陷入困境并需要央行的支持。相反，欧元体系默默地向银行提供支持，而不会向公众公布对单家银行的支持性措施。而且，危机前，欧元以拍卖方式向9000家银行提供潜在流动性。与之不同的是，美联储需要几家银行作为流动性供给操作的渠道，这些银行被称为“主要交易商”（primary dealers）。

但是，欧洲央行的政策效果也出现了波折。2008年夏，国际市场的财务状况看似好转，对金融稳定的威胁正在消退。包括石油在内的大宗商品价格快速上涨。一些评论家指出，大宗商品价格泡沫是由便宜的央行信贷刺激的。在当时的情况下，2008年7月的一次利率上调看似理由充分。但事后，这次加息受到了激烈的批评，2008年9月的雷曼危机促使每个人重新思考对金融稳定的看法。

2011年4月，欧洲央行的一次加息与2008年的加息有相似之处。这次加息也是对当时经济复苏信号和大宗商品价格持续上涨的回应，但是之后市场在回顾这次加息时，加以激烈的批评，原因在于它可能加剧了政府债券市场利率的分化。然而，当时加息是欧洲央行对德国批评的一种回应。关于2011年的争论最终引发了一次关于央行应如何推断通胀预期的重要反思。

在雷曼破产后爆发的全球性危机中，欧元区当然不能独善其身，最主要的经济体（特别是作为全球最大出口国的德国）在2008—2009年经历了严重的产出收缩。但是总体而言，在全球性危机的早期阶段，欧洲和欧元区表现出极大的恢复力，而其银行业的脆弱性在当时看来似乎是可控的。

2010年2月欧洲央行反对国际货币基金组织的介入

2010年2月，希腊需要财务援助的情况已经十分明显。如果希腊请求援助，欧元区成员国知道它们面临的最大困难在于没有可用的金融工具。正如前文提到的，《马斯特里赫特条约》的“不救助条款”阻止欧元区成员国互相提供直接援助。这一条款还禁止欧盟从财政预算中向一个欧元区国家提供财务援助。而讽刺的是，非欧元区的欧盟成员可以从欧盟获得财政救援。之后的6月，它们找到了绕开这一法律限制的方法，允许欧盟政府向希腊提供600亿欧元借款的担保。但是在刚开始讨论希腊问题的时候，“不救助条款”被认为有绝对的约束力。

因此，欧元区各政府及其领导者面临一个需要某种创造性但并不愉快的选择：他们要么违背“不救助条款”，要么创造新的工具，要么请求外部帮助，而这外部帮助的唯一渠道就是国际货币基金组织。但是最后一个选项遭到强烈反对，最突出的是法国（见第十四章），但一开始是德国，直到后来默克尔总理改变了她的想法。

没有人比欧洲央行行长特里谢更坚定地反对国际货币基金组织的干预。对于欧洲，他雄心勃勃。他曾在公开和私下的讲话中多次谈到欧元区的规模及其在世界上的分量。他一直坚信，在七国集团和二十国集团这类组织中，欧元区应该被视为一个单独的实体，他还认为欧洲央行应被视作一家能发挥全球治理性角色的机构。正如他在2010年7月提到的：“除了保卫欧元的职责之外，我们还应当履行欧洲和全球经济治理的责任。”[注]他还认为，自己是迄今为止在国际金融问题上最有经验的欧元区政策制定者。作为“巴黎俱乐部”（Paris Club）的主

席，他个人已经处理和解决过很多贫穷国家的债务危机。他深谙项目谈判的技巧，而且深知在一些艰难的情况下应如何更好地平衡改革和融资需求。他持续地与非欧洲地区的政府斗争，推动它们实施强有力的改革。他坚信，欧元区可以而且能够解决好自己的问题，因此不需要一个外部的监督者或实施者。

所以，直到最后一刻，特里谢一直抵制德国人关于引入国际货币基金组织的提议。2010年3月4日，利用一次日常的欧洲央行新闻发布会，他告诉记者们，他“并不相信引入国际货币基金组织作为援助者是合适的”。[注]在当时，他依然相信可以把国际货币基金组织的角色限定为组织援助项目和确定限制性条款的技术顾问。3月26日，在各国领导人的一次决定性会议前夕，他仍对法国公众电台表示欧元区向外界寻求帮助是“非常，非常不好的”。[注]

尽管经历了最初的反对，欧洲央行还是积极投入希腊项目的谈判中，包括财政和结构性条款。2010年5月9日，欧盟经济及财政事务理事会通过了一揽子项目，共包括三个部分：第一部分是由两个模块组成的欧洲稳定机制：一个是4400亿欧元的欧洲金融稳定基金，它以欧元区政府的联合和相互担保作为基础，担保额按照对欧洲央行出资的份额进行分配，另一个是由欧盟委员会运作的600亿欧元的欧洲金融稳定机制；第二部分是国际货币基金组织的援助；第三部分是欧洲央行的参与，通过一个创新项目提供流动性来阻止危机传染。欧洲金融稳定基金从资本市场融资，贷款给同意推行改革项目的国家。它可以干预一级和二级债券市场，并基于一个预防性的项目采取行动，还通过向政府发放贷款对开展改革项目国家的金融机构实施资本重组提供融资。

这种安排后来被制度化，形成了包括欧盟、国际货币基金组织和欧洲央行在内的三驾马车，这一名词最初由希腊记者创造，后来被所有参与者广泛使用。

欧洲央行反对多维尔协议

欧洲央行关于世界如何运作的观点所受到的第二次冲击更具有毁灭性。2010年10月18日，萨科齐和默克尔在多维尔会面时，变魔术般地提出了一种新工具——私人部门参与。他们自认为创造了一个简单易行的解决方法：要求债权人，特别是银行，承担政府债务的潜在损失，这样就能一石多鸟。他们想对放贷者灌输责任意识，并限制“过度承担风险”（excessive risk-taking）。他们还回应了愈加反对救助银行的公共舆论。最终，他们想保护纳税人不再承担这些救助的成本。

特里谢可以轻易预见到市场对此的反应。当得知多维尔海滩散步的结果时，欧洲央行行长深感震惊。他在私下激烈反对私人部门参与方案，因为他相信这将摧毁欧元区的金融稳定。在此后召开的“欧盟峰会”上，特里谢激情洋溢地试图说服这些政客改变主意，放弃私人部门参与方案。他有很多理由认为该方案是非常危险的。其一，他认为希腊问题能够通过融资与改革互相配合的传统方式来解决，他曾经经历过，且过去几十年中也目睹了一些收入水平甚至远低于希腊的新兴经济体的成功案例。

其二，也是最重要的原因是债务市场的原则和完整性。只有完全陷入困境（以及第二世界）的国家才会考虑对其主权债务违约。发达国家永远也不应该让人质疑其偿还的意愿。这将对其社会地位造成巨大损失，且危害深远。他常在私下里说“合约必须履行”，而且对其造成的事实表示哀悼，一旦私人部门参与方案成为官方政策，西班牙的主权信贷违约掉期的价差将高于埃及和巴基斯坦。他认为这一情况似乎证明了默克尔和萨科齐决定的荒谬。

最后一个原因是，欧洲央行行长深受其在巴黎俱乐部任主席期间长期处理债务问题经历的影响。其标准做法是债务重组，同时实施强有力的调整计划，该计划包含了类似国际货币基金组织项目中的优惠和条件。债务削减在巴黎俱乐部成立很久之后才开始被接受为可行的

方案，并被认为是对无法进入国际资本市场且可能多年后才能恢复的国家实行的最终补救措施。

在多维尔，法国总统萨科齐毫不犹豫地猛烈回击特里谢。据报道，萨科齐告诉特里谢，技术官员不应该批评民选的领导人，他说“做出关键性决定的，是我们，是国家和政府的领导人”。换句话说，政府领导人感到与欧洲央行有距离，并认为欧洲央行是银行业的一部分，现在政府要惩罚那些曾贪得无厌的银行家们。[注]萨科齐总统对欧洲央行行长的猛力回击表明，法国方面并未预料到私人部门参与方案对欧元主权债务市场的后果。在多维尔会谈时，私人部门参与方案似乎能够作为简单的解决方案，满足更严格的预算纪律要求。而且，方案的目标之一也是为希腊援助项目提供融资，但这一点越来越困难。

事实证明，特里谢的悲观预期是正确的。在私人部门参与方案原则上获得通过后，甚至在该方案成为官方政策之前，外围国家的债券收益率差开始上升（以及主权信贷违约掉期），欧元区内各国长期利率差距扩大。爱尔兰、西班牙和意大利的情况尤为严重。在多维尔协议之前，这些国家被认为是不受危机影响的（尽管利率水平已有小幅分化）。而多维尔协议之后，债券收益率差已经开始偏离德国、法国以及其他核心国家。

多维尔协议之后，在希腊违约的可能性上，欧洲央行和多个欧元区政府紧张对峙。欧洲央行反对任何形式的违约，并在多个场合明确威胁，一旦希腊违约，将不再接受希腊的抵押品，从而切断希腊的融资。这样一来，将逼迫欧洲各国政府接手希腊的全部融资需求。

在新兴市场的债务危机史上有很多类似的案例：1982年拉丁美洲债务危机，墨西哥、阿根廷和巴西从形式上并未违约，但是偿还期限延长。最终，墨西哥和阿根廷并未违约，只有巴西在危机爆发的五年之后，于1987年正式违约。

欧洲央行拒绝考虑任何形式的违约，这迫使政府与私人债权人银行由国际金融协会（Institute for International Finance，IIF）作为代表，其主席是德意志银行行长约瑟夫·阿克曼，商议自愿重组。该项目在2011年第二季度经历了漫长和痛苦的沟通。关于在不同可能的场景下评级机构资格问题的探讨充斥着专业术语和含糊语句，使谈判变得复杂。参与者们花费了一些时间就自愿重组将引发“选择性违约”（selective default，简称SD）达成一致。在某种意义上，“选择性违约”一词并不准确，因为它并非信贷违约事件，只是最终会引发主权债券评级降低。

最终，2011年7月21日，布鲁塞尔举行的欧盟峰会就希腊问题达成妥协。按照惯例，德法双边会谈在7月20日召开，先于欧盟峰会。同时，欧洲央行管理委员会7月21日在法兰克福召开会议。在担任管理委员会主席时，欧洲央行行长受邀加入布鲁塞尔的政治领导团体。显然，柏林和巴黎之间产生了严重的分歧，特别是关于私人部门参与方案。萨科齐总统主动邀请欧洲央行行长参会，希望他能够担任分歧的裁决人。欧洲央行管理委员会讨论了这一议题，之后行长决定立即前往布鲁塞尔，并且身负明确的使命，即推翻私人部门参与方案。

对特里谢而言，此次峰会的决议成败参半。峰会公告表示：“我们重申对欧元的承诺，而且将不惜一切代价确保整个欧元区及成员国的金融稳定。”[注]对于希腊，私人部门参与方案将通过自愿重组来实施，欧洲央行也接受了选择性违约的思路。针对它对希腊的敞口，欧洲央行从希腊政府获得了350亿欧元的抵押品（以欧洲金融稳定基金票据的形式）作为担保，从而得到了一些附加性的保护。特里谢努力确保在公告中加入一些表述，意思是说希腊情况特殊。其他国家政府承诺将信守合约；换句话说，未来将不会再有私人部门参与方案。

总体而言，各国首脑在峰会期间就私人部门参与方案达成的决议对债权人是有利的。基于这一原因，三驾马车对方案进行了大幅修

改，于2012年3月最终实施时，每一欧元原始本金的估值折扣为79分。但即便如此，希腊仍难以支撑其债务水平。注

欧洲央行和限制性条款

2008年全球危机爆发后，银行能够无限制地从欧洲央行获得流动性。这里有一个条件，即银行需要提供合适的抵押品，而欧洲央行最终确定了“合适”的含义。在正常情况下，这并不是个问题。优质资产十分充裕，以高评级政府债务的形式为主。但是，中央银行的古老指南强调了在危机时期应如何针对那些不寻常的资产来制定货币政策：白芝浩引用了1825年一位英格兰银行行长的话，“有些时候我们不是过于挑剔”。注但是，在政治和公共舆论的强光灯下，不挑剔可不是一份容易的工作。

从2010年开始，评级机构开始持续地周期性调低欧洲外围国家政府债务（以及银行债务）的评级。很快，欧洲央行规则中最受重视的法定限制被触及。抵押品不再合适。严格执行章程将导致银行融资的中断，并将波及银行所在的经济体和政府。欧洲央行管理委员会不得不接管，并自主决定可以接受什么样的抵押品。对于抵押品变化和在危机中加大对银行的贷款，欧洲央行自身是否会承担更多的风险？如果从私人机构的风险管理方式来判断，答案显然是肯定的。私人机构必须把价格和一般市场条件作为其行动的外生因素。不同于私人机构（可以想象为国际经济中的小国假设），如果考虑市场均衡内生于中央银行的行动，那么答案很可能是“否”。注

这些考虑强调了一点，即在金融危机发生后，欧洲央行担任了银行最后贷款人的角色，而“欧债危机”迫使欧洲央行考虑作为政府最后贷款人的角色。由于《马斯特里赫特条约》从技术上禁止欧洲央行的“货币融资”，即印钞票来支付政府债务，欧洲央行不得不在政策范

围内寻找自己的办法。在财政政策方面，欧洲央行应该担任什么样的确切角色，这一问题产生了大量的争论，尤其是，在确定一国是否有偿债能力时，欧洲央行要介入到何种程度？本章将探讨这些争论。

反思主权债务和流动性风险

一般而言，政府债务没有流动性风险，因为政府暂时性的资金短缺都能由央行来补充。换句话说，央行能够满足这种融资需求。但是欧元区的国家没有自己的中央银行，因此其债务实际上是“次主权债”（subsovereign debt）。因此，这些国家的债务面临着流动性风险和挤兑风险（本书第七章有详细讨论）。其结果是，外围国家的主权债务有额外的流动性风险溢价。

2011—2012年风险溢价上涨，人们开始争论欧洲央行是否应当成为最后贷款人，是否可以自由购买成员国的政府债务。[注]在一系列论文中，荷兰经济学家威廉·比特（Willem Buiter）甚至提议欧洲央行应当成为最后贷款人的做市商，实际上欧洲央行已经在履行这一职责，包括针对主权债务的非直接资产购买（本章下一小节将讨论），以及通过金融监管手段要求银行持有更多的主权债务，特别是外围国家的主权债务。他主张，把这一职责官方化将有助于提高其有效性。

但是，先不考虑这违背了相关条约，购买政府债务使欧洲央行面临某些政府无法全部偿还债务的违约风险。如果这些主权债务没有推行在政治上不受欢迎但又必要的结构性改革，违约风险将更大。欧洲央行的干预降低了利率，实际上有两个影响：第一，利率降低增强了债务的可持续性；第二，移除了政府实施改革的压力，使债务的可持续性弱化，而这是一个典型的道德风险问题。欧洲央行遭受的损失，相当于政府赤字的货币化融资，这肯定违背了其初衷。尤其是德国人，他们坚持避免使用本国纳税人的钱来为南部国家不愿开展改革买单。

懦夫博弈和限制性条款

本质上，欧洲央行和欧元区政府在进行懦夫博弈（详见第五章）：如果欧洲央行不购买政府债务，政府将更有动力制定结构性改革来拯救自己的国家，但是如果欧洲央行介入了，而政府无所作为（如“财政主导”），那么尽管欧洲央行介入其中，违约风险也不会降低。欧洲央行通过表内购买政府债券实施干预后，它面临的违约风险可能引发货币融资。这一博弈实际上更加复杂，因为欧洲央行面对的不是一个政府，而是18个（立陶宛加入后变成19个），在经济调整方面经常意见相抵。它们都想保卫欧元，但是双方都不想付出相应的成本，包括一方提供财务援助（作为债权人），或者一方进行宏观经济调整（作为债务国）。

那么欧洲央行如何能够在提供流动性的同时，保证政府履行自己的本职来降低违约风险呢？它采取的办法被称为“限制性条款”。大体而言，限制性条款是指提供流动性的条件是政府采取改革措施，这样，欧洲央行在欧洲危机中就成了“准财政政策”的参与者。

考虑到政府的不作为，欧洲央行别无选择只能深入参与限制性条款的管理。在早期，它承担了设计首份希腊“经济调整项目”的部分职责。随着欧洲央行和欧盟、国际货币基金组织组成三驾马车，这一职责逐渐变得永久性和制度化，它们对参与此项目的欧元区国家的限制性条款进行定义和监督。特里谢对这一安排感到轻松自如，对他而言这是他在巴黎俱乐部工作的一种合理延伸，而且看到了和欧盟经济与财政事务理事会在设计和实施限制性条款时进行协调的可能性。欧洲央行管理委员会的成员并非都对实施限制性条款泰然处之，即使这一安排能够更好地保护欧洲央行的财务利益。

意大利态势紧张：将欧洲央行的限制性条款付诸行动

在欧债危机核心的意大利事件中，欧洲央行将限制性条款的实施推向极致。多维尔协议影响了意大利和西班牙的债券收益率。由于欧元区的政府债务不再是单一利率，债务的融资成本上升，看上去意大利需要寻找新的办法来应对政府预算。意大利有大量的债务，这源于加入欧元区之前大规模的政府借贷。不同于希腊、西班牙和爱尔兰，意大利在2000年之后并没有经历房地产的极度繁荣，实际上其增长率十分缓慢。政府在基本盈余（primary surplus）的情况下运作：也就是说除债务还本付息的部分，政府的收入能够覆盖开销。但是，对借款成本的增加，意大利极度敏感。

2011年夏天的欧盟峰会期间，意大利总理西尔维奥·贝卢斯科尼和财政部部长朱利奥·特雷蒙蒂（Giulio Tremonti）的关系开始变得紧张，后者坚持认为需要削减预算。之后他们的争吵被司法调查抢去了风头：意大利地方行政法官指控贝卢斯科尼犯有“逃税罪”，且涉嫌未成年妇女嫖娼案，而特雷蒙蒂则因居住免租公寓而接受调查。这两人之间的冲突也说明，在欧洲紧缩和严格预算的正统思想下，管理民主政治制度的运行存在不少问题。贝卢斯科尼似乎想拒绝特雷蒙蒂的方案，并表示他需要考虑赢得选举。随着危机不断升级，为提高胜算，特雷蒙蒂发表宣言称：“如果我失败，意大利也将失败。而如果意大利失败，欧元也将失败。”[注]

欧洲央行于2011年加入这场争论，致信要求意大利实施进一步的“预算紧缩”作为延长“证券市场计划”（Securities Markets Program，简称SMP，该计划针对意大利和西班牙）的限制性条款。特里谢和意大利央行行长马里奥·德拉吉共同签署这份信函，德拉吉当时已被任命为特里谢的继任者。德拉吉处在艰难的位置上。最初，针对他候选欧洲央行行长一职，有大量的反对意见。法国提出反对，原因是德拉吉曾在高盛工作，而高盛被认为是英美金融模式及华尔街贪婪与邪恶的终极典型。另一方面，德国的民粹主义者指出德拉吉的意大利人身份，而且德国小报《图片报》（*Bild Zeitung*）高呼“妈妈咪呀”，并写

到通胀对意大利就像番茄酱对意大利面一样重要。注（《图片报》之后就这一行为致歉，并附上了德拉吉头戴象征荣誉的尖帽盔的图片，尖帽盔是普鲁士带有尖刺的钢盔，象征着他恪守了普鲁士人检朴正直的原则。）

几天后，市场分析人士得知了这份欧洲央行致意大利的信函，但信函的内容是保密的。贝卢斯科尼多次拒绝了公布该信函内容的要求。最终，在2011年9月29日，其全文以英语在意大利《晚邮报》上公开。对这封信函引发的政治抵制是直接而强烈的。民粹主义北方联盟党派的领袖翁贝托·博西（Umberto Bossi），贝卢斯科尼一派的联盟伙伴，激烈抨击了欧洲央行的信函，称其“试图推翻意大利政府”。注在提到德拉吉时，他明确指出：“我担心这封信就是在罗马完成的。虽然他已经从这里去了欧洲，但是他永远都应该心系罗马。”博西还拒绝支持信函中提到的很多措施，特别是削减养老金。从那一刻起，联合政府可能已经走向末路。

欧洲央行还有一份类似的信函，由西班牙央行行长会签后寄往西班牙政府。信函中列举了改革项目的细节。不同于寄往意大利的信函，致西班牙的这一封在当时没有被公开，直到几年后才在时任西班牙总理萨帕特罗（Zapatero）的回忆录中透露出来。相比于西班牙的领导人，贝卢斯科尼显然更容易受到攻击。

2011年11月4日，贝卢斯科尼到戛纳参加二十国集团峰会，和默克尔以及萨科齐进行了私下会面。会见中，两人强烈怂恿他果断采取行动。贝卢斯科尼认为这次会面是一次公开的羞辱，特别是他认为默克尔和萨科齐在一次新闻发布会上嘲笑他。之后在议会上，贝卢斯科尼丢掉了多数优势，未能通过信任投票。但是，他失败的方式和进程，加剧了关于德国将其需求和选择强加于意大利的质疑。2011年11月7日，默克尔和意大利总统乔治·纳波利塔诺（Giorgio Napolitano）通了电话，总统一职主要是形式上的，但是在政府不稳定期间却担任重要

角色。第二天，11月8日，就在希腊总理帕潘德里欧被免职的几天后，贝卢斯科尼宣布辞职。他的继任者马里奥·蒙蒂是一位学者，也是虔诚的天主教徒，私人生活毫无瑕疵，这一点与贝卢斯科尼乱糟糟的财务困境和性丑闻截然不同。但同时他还曾是一位十分成功的负责制定竞争政策的前欧盟委员，颇受欧洲精英们的信赖。

欧洲央行的限制性条款政策在希腊也发挥了重要的作用，并最终导致帕潘德里欧于2011年11月被免职。在意大利，一位技术专家成为新任总理。而在希腊的例子中，前欧洲央行副行长卢卡斯·帕潘德里欧于2011年11月11日成为希腊的总理，任职6个月。

爱尔兰、塞浦路斯和希腊的紧急流动性援助

银行一般在同业市场上通过贷出多余资金和拆入资金来满足融资需求，但危机早期，该市场已经冻结，原因是银行已经不再彼此信任，并且只想与中央银行成为交易对手。因此，很多欧洲银行开始严重依赖欧洲央行和各国央行来满足其融资需求。随着质量好的抵押品耗尽，银行主要依赖其母国央行提供的紧急流动性援助，这类紧急援助的抵押品标准更为宽松。在一次欧洲央行理事会的投票后，为了“预防和减轻对金融机构的潜在系统性影响，包括市场基础设施，比如支付或清算系统中断带来的影响”，紧急流动性援助以更高昂的惩罚性利率提供流动性。这些信贷的风险由各国央行承担，而最终由其政府承担。但是，欧洲央行法规的第32.4条实际上意味着，若欧洲央行总理事会2/3的多数成员通过，即可以对一国央行的紧急流动性援助强制设定上限。

尽管从表面上看是技术性的，这些决定对成员国而言具有至关重要的影响。由于私人资本流动几乎中断，欧洲央行实质上完全控制了外围国家的“资金流入”。种种情况已经把欧洲央行置于欧元区金融稳定最终管理人的位置，成为各国“财务存活力”（financial viability）的裁判员。不仅如此，它还享有欧元是否可以继续存在的最终决定权。

如果欧洲央行做出决定，停止对某个特定国家的银行提供融资，将切断这个国家的金融体系同欧元区其他地区的联系。随着流动性枯竭，该国银行将无法再转移资金。

这一机制在危机期间发挥了重要的作用，特别是对爱尔兰、塞浦路斯和希腊而言。现在我们来看看这三个例子。

爱尔兰

在经历了持续多年的经济增长后，爱尔兰在金融危机中受到重创。正如爱尔兰中央银行行长帕特里克·霍诺汉所言："实际上爱尔兰的银行体系在2008年9月之后就仅能勉强存活。自满情绪导致银行通过大量海外借贷推升了明显的房地产泡沫，并使银行面临清偿和流动性风险，而这在过去是不可想象的。"(注)尽管很多人曾警告一旦房地产价格下跌，银行业将陷入破产，但是相关经济体却并未充分预见到这个结果。之后，债务积压阻碍了经济复苏，正如约尔格·阿斯穆森（后来的欧洲央行执董会成员）在都柏林的一次演讲中所言，"凯尔特之虎"还深受竞争力缺乏之苦。(注)

爱尔兰政府开始出手拯救金融部门。政府于2008年9月30日决定，为银行负债提供担保（两年期），之后承诺实施大规模资本重组。这些单方面的决定并未经过欧洲央行的批准，欧洲央行在2008年10月两次公开发表意见，表示不赞成爱尔兰的做法。它尤其担心的是，为银行提供担保所带来的负外部性会引起主权债务和银行债务的恶性循环，并指出这个决定缺乏与欧洲伙伴和机构的沟通，尤其是和欧洲央行的沟通。有关爱尔兰的谈判使局势十分紧张并招致大量不满。很多欧洲国家对爱尔兰长期的低税率制度表示憎恶，他们认为在雷曼危机后爱尔兰政府给予银行的全面担保是一种恶性竞争行为，这一行为将存款从欧元区其他地区吸引至爱尔兰。2010年3月，爱尔兰政府按约定发行了306亿欧元的票据，救助盎格鲁—爱尔兰银行和爱尔兰全国房屋

抵押贷款协会（Irish Nationwide Building Society），这一举动推升了爱尔兰的政府债务和融资需求。法国曾一度坚持（并未成功）爱尔兰提高其极低的企业税率（12.5%），它认为爱尔兰的低税率行为是在“竞次”。

由于政府对银行的担保将于2010年到期，爱尔兰的利率开始飙升，并偏离了欧元区的平均利率。爱尔兰及其银行也迅速失去了市场进入资格。欧洲央行不得不深度介入：它提供的流动性（包括紧急流动性援助）在2010年1月达到900亿欧元，2010年11月达1400亿欧元，在当时占爱尔兰GDP的85%，占欧洲央行所有借贷额的1/4。[注]这在当时是欧洲央行对单一国家的史上最大敞口。

特里谢和欧洲央行副行长维托尔·康斯坦西奥（Vitor Constâncio）暗示，极度依赖欧洲央行的爱尔兰银行业，不能永远依靠欧元体系的融资。[注]一开始，爱尔兰的回应是不再需要外部援助，但银行开始面临迅速的存款流出。到2010年11月8日，爱尔兰央行行长帕特里克·霍诺汉表示，他所在的政府“极有可能”请求援助。随后，2010年11月20—21日，爱尔兰便发出官方请求。[注]对于爱尔兰延长政府对银行的担保这一做法是有争议的。11月27—28日，欧洲央行最终达成850亿欧元的救助计划，这又引发新的争论。事实上，德国和法国的银行是爱尔兰银行体系最主要的债权人，而欧洲央行抵制对优先级债务持有人的任何债务估值折扣。人们认为，与其说这是欧洲央行对私人部门购买方案所持的理论上一致的立场，不如说欧洲央行已经被德法政府及其银行绑架了。

在欧洲央行最近解密的让-克劳德·特里谢和布里安·勒尼汉（Brian Lenihan，之后任爱尔兰财政部部长）之间一系列声名狼藉的往来信函中，特里谢回忆说欧洲央行对爱尔兰的援助并非是无限制的，而是基于一些特定的规则。特别是在第二封信（日期为2010年11月19日）中

描述了在什么样的条件下，流动性支持尤其是紧急流动性援助将可以继续。(注)

1.爱尔兰政府应当向欧元集团请求财务支持；

2.应当承诺在某些方面采取果断行动，包括与欧盟委员会、国际货币基金组织和欧洲央行达成一致，开展“财政整顿”、结构性改革以及金融业重组。

3.重组爱尔兰金融业的方案应当包含向有需求的爱尔兰银行提供必要的注资，注资的来源是欧洲和国际层面为爱尔兰政府提供的资金，以及爱尔兰政府以当前可用的财务手段获得的资金，包括政府的“现金储备”；

4.偿还由紧急流动性援助提供的贷款，应由爱尔兰政府提供全额担保，一旦接受援助的机构未能按期偿还贷款，政府需要保证立即向爱尔兰中央银行进行补偿。

在当时，为爱尔兰各银行提供额外的资本主要有利于欧洲央行和爱尔兰中央银行。由于在前期允许德法银行和美国货币市场基金以优惠价格减少在爱尔兰的敞口，爱尔兰中央银行累积了对爱尔兰银行业的巨大风险敞口。在两天后的回信中，霍诺汉同意了欧洲央行的条件。欧洲央行通过开具存单及维持紧急流动性援助的方式，为爱尔兰提供了便宜的资金，从而成功缓解了财务紧张的形势。欧洲央行甚至参与了爱尔兰政府为期四年的经济刺激战略。然而，欧洲央行对政治进程的参与清晰地表明，它不得不和政策制定者们打交道，并通过施加限制性条件来成功施行货币政策。

塞浦路斯

塞浦路斯是一个小国，经济规模不大，本不应当有能力影响整个欧元区。它是金融体系过度膨胀对小国造成损害的另一个例子，类似于冰岛和爱尔兰，还有英国和瑞典。两类争论最终融合：一是相信体量过大的银行是危险的，二是通过对债务动态的分析，认为应当对政府债务予以限制，否则过多的债务将十分危险并破坏金融稳定。

北欧国家越来越担忧它们会成为转移支付联盟，而且它们十分反感用纳税人的钱救助希腊、乌克兰和俄罗斯寡头。但是，完全的救助需要大约170亿欧元，这将使塞浦路斯政府的债务上升至无法支撑的数额。在国际货币基金组织的推动下，达成了一笔较小的求助额度，并争取到了银行的支持。以爱尔兰政府的行动作为范例，国际货币基金组织提出的一个方案得到了德国政府的支持：将塞浦路斯的两家大型银行合并，让合并后的新银行接手小额存款人的存款（10万欧元以下），并将大额存款放入另一家“坏账银行”（bad bank）。

在2013年3月15—16日夜晚的一场最初谈判中，塞浦路斯政府担心这将导致其银行业模式的终结，导致俄罗斯和其他境外存款人遭受严重损失。因此，政府提议进行征税（并非通过估值折扣进行债务重组），对小额存款征收6.75%的税率，对大额存款征收9.9%的税率（政府假设任何高于10%的税率都会被理解为是惩罚性的）。但是，这一方案引发了激烈的抗议，而且被塞浦路斯国会驳回。

在谈判的第二周，欧洲央行开始积极努力，试图影响这一方案。尽管欧洲央行对塞浦路斯的敞口远小于对爱尔兰的敞口，但是紧急流动性援助是塞浦路斯两家银行能够生存下去的唯一理由，沃尔夫冈·朔伊布勒对此也表示认同。然而，当这些机构的偿付能力出现问题时，欧洲央行就要被迫采取行动。[注]2013年3月21日，欧洲央行发布了一篇十分直接的新闻稿：

欧洲央行管理委员会决定维持当前的紧急流动性援助至星期一，即2013年3月25日。之后，仅在欧盟/国际货币基金组织的救助计划到位后，才考虑使用紧急流动性援助来确保相关银行的偿付能力。(注)

在一周紧张的谈判之后，塞浦路斯最终接受了初始方案的另一版本，包括保护小额存款人，而大额存款的持有人将遭受更大的损失。欧洲央行的施压对方案的通过再次发挥了至关重要的作用。

希腊

希腊在金融危机之后遭遇了严重的经济问题，由此暴露出“公共会计”（public accounting）的失控并导致严重的债务危机。债务危机有两次高峰，分别是2012年和2015年（见图15.3），并引发了关于希腊退欧可能性的争论。之前的各章中，已从更全面的欧洲视角阐述此次危机，这里将更具体地关注欧洲央行在2015年所扮演的颇具争议的角色。

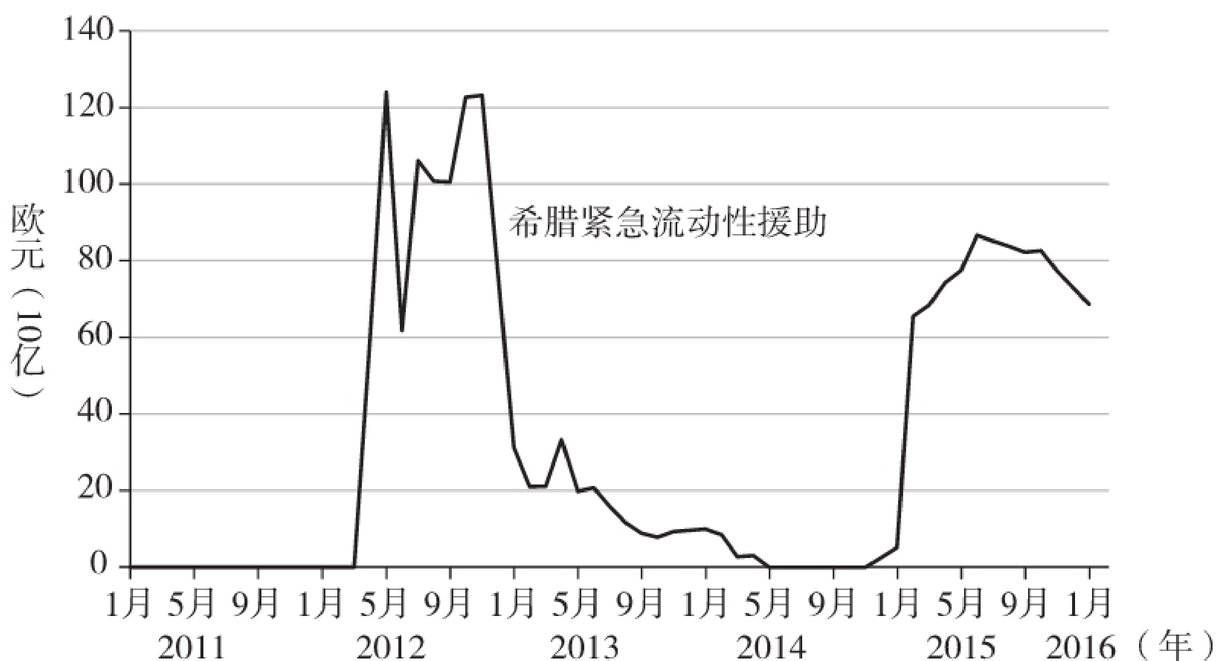


图15.3　希腊紧急流动性援助（ELA）的规模

2015年1月，希腊选举阿莱克斯·齐普拉斯成为新任总理。这位激进左翼联盟政党的领导人承诺将采取“支持刺激政策”（pro-stimulus）的立场，并拒绝维持已将希腊拖入严重衰退的紧缩政策。他和他的财政部部长雅尼斯·瓦鲁法克斯相信，他们的立场可能将整个欧洲转向“反紧缩政策”（anti-austerity）。但是对希腊银行和希腊政府偿付能力的担忧再次开始蔓延，对希腊的金融稳定构成潜在威胁。很快希腊需要进一步救助的情况就明朗了，之后关于救助条款和限制性条件展开了激烈的谈判。

2015年2月4日，欧洲央行管理委员会声称，“由于目前‘希腊共和国’不可能与欧盟和国际货币基金组织达成圆满结果，以及根据当前欧元体系的规则”，决定停止由希腊共和国发行或担保的市场化债务工具的“信用评级豁免权”。[注]这一豁免权此前曾弱化了对希腊银行抵押品的信用评级要求，从而允许这些银行获得可流动的中央银行资产；取消这一豁免权，意味着希腊银行将被迫请求紧急流动性援助。而紧急流动性援助信贷的上限，需要由欧洲央行管理委员会批准。

最后，现有救助方案被展期四个月，但是紧张的态势再次出现，特别是齐普拉斯号召希腊人民直接对是否接受新的救助方案进行公投，这一举动震惊欧洲。

这使欧洲央行在实行紧急流动性援助时陷入艰难的境地，就其不得不面对的那些争论，本书已进行了很多探讨。一方面，停止紧急流动性援助很可能导致希腊金融体系崩溃，并可能导致欧洲央行尽力避免的希腊退欧。另一方面，欧洲央行需要保护它的资产，如果希腊未获得财政救助（以及希腊退欧），那么欧洲央行此前为希腊银行提供的大量紧急流动性援助将面临损失；因此，提供得越多只能使面临的问题越大。而且，欧洲央行还要与这个被认为靠不住的政府打交道，它的最终目标可能是增加第二代泛欧实时全额自动清算系统的债务。

高额的第二代泛欧实时全额自动清算系统债务意味着一旦希腊退欧，欧洲其他地区将发生损失，从而提高希腊的议价能力。

欧洲央行的行为反映出这些紧张的态势，不只是在希腊公投之前，还表现在公投否决救助方案之后。欧洲央行并未公开以停止紧急流动性援助来威胁希腊，而是在其负责人讲话中透露，欧洲央行在考虑这种可能性。最终——在希腊银行停止营业的几天后——希腊接受了财政救助方案，紧急流动性援助得以继续，但是对一些人而言，欧洲央行的行为再次超出了它的职责。马丁·黑尔维希（Martin Hellwig），德国最为知名的经济学家之一，特别指出，欧洲央行无权对欧盟成员国施加政治压力，尽管欧洲央行向希腊银行提供紧急流动性援助并没有违反任何规定。[注]他给出一个很有力的类比。在1931年的德国，当时的德国中央银行，德国国家银行（Reichsbank）（由于国外中央银行债权人、英格兰银行和纽约联储的坚持）停止支持德国银行业，结果引发经济危机，产出下降20%的同时，2000万德国人失业，灾难随之发生。[注]另一方面，也可以说欧洲央行别无选择，为抵押品不足的银行慷慨地提供流动性，实际上却帮助了一个政策短视且不可持续、并对其他国家有负面溢出效应的欧元区国家渡过难关，这可能制造了危险的先例。总之，关于紧急流动性援助的讨论，重新引发对欧洲央行政策实施的政治品质的担忧。

贷款和资产购买计划

正如先前所述，抵押贷款（以债券回购的形式）是央行实施货币政策的一种常规做法。这些操作主要影响短期利率。

但在全球金融危机的特殊情况下，市场急需额外的货币刺激政策。各国央行选择将（短期）利率调降至零来应对这种情况。事实证明这是不够的。面对“零利率下限”，央行必须创造新的方式以实行货

币宽松政策。因此，各国央行开始通过各种方式实施非常规货币政策。一个重要的方法就是直接参与长期债券市场，试图调低长期利率。而这只能通过购买有价证券，尤其是长期政府债券来实现。这种长期资产的购买计划就是众所周知的量化宽松（Quantitative Easing，QE）。

对欧洲央行来说，传统的再融资操作（以有价证券为抵押的短期回购交易）和非常规的有价证券购买操作之间有两个至关重要的区别。(注)首先，央行可通过再融资操作，为银行提供流动性。与之相反，当央行购买政府债券时，它直接为银行系统提供流动性，但同时意味着欧洲央行间接地为各国政府提供流动性。其次，再融资操作的本金损失风险较低（如果抵押品价值足够高，也就是说估值折扣足够大）。相反，购买资产本质上风险较高，因为发行债券的政府可能会违约，从而给央行带来损失。当然，就欧洲央行而言，因其间接属于所有欧元区政府，所以其风险实际上由各国政府共同承担。同时，正如欧洲央行偶尔提到的那样，央行可以创造货币，从而可以在负资产的状态下进行操作。因此央行不会破产倒闭。

上述两点区别能够解释，为何德国对欧洲央行购买政府债券持有坚决的、不可化解的敌意。德国认为任何央行对政府的直接支持都违反不得货币化融资的禁令。德国在经历灾难性的大通胀后，于1924年出台了《德国国家银行法》（*Reichsbank Law*），1953年出台的法律建立了德意志国家银行（*Bank Deutscher Länder*，德国央行前身），这两部法律都对央行购买政府债务的上限予以规定（但不是绝对禁令）。另外，对德国人来说，这种货币化融资操作会加大道德风险，因为它弱化了各国政府调整财政状况和削减债务的激励。最终，在欧洲央行资产负债表中不断累积的风险可能导致成员国之间的财政转移支付，从而违背“不救助条款”。德国央行表示，它已经准备更深入地扩大流动性支持计划，但德国决不接受和支持公共债务购买计划。也

就是说，德国不接受在二级市场而非直接在发行市场购买资产，且购买政府债券时不区分国别。

第一次资产购买计划始于2009年7月，即“资产担保债券购买计划”（Covered Bond Purchase Programme），在这个计划中，欧洲央行和各国央行购买了总额为600亿欧元的资产担保债券以稳定混乱的市场，并间接重整银行资本。由于购买的都是私人部门的资产，因而并未引起争议。资产担保债券是以指定用途的（通常上）优质住房抵押贷款或者公共部门贷款作为担保的传统债券，因此，该购买计划被视为无违约风险。

而当欧洲央行管理委员会决定购买政府债务时，德国和欧洲央行之间便有了分歧。这始于2010年5月，早于任何欧元区的量化宽松计划。2010年5月，欧洲央行第一次提出资产购买计划，即“证券市场计划”（Securities Markets Programme，SMP），这个计划第一次允许各国央行“可直接干预欧元区内公共及私人债务的证券市场”。[注]出于和货币宽松政策并不直接相关的原因，欧洲央行开始着手购买部分政府债务。该计划的目的和量化宽松不同。其宣示的目的在于两个方面：维护金融稳定和确保货币政策在整个欧元区内得到有效实施。

2010年5月，欧元体系内各央行首次获准在二级市场上大规模购买政府债券。这一转变得到欧洲央行行长特里谢的支持，但引起德国学术界和决策者之间的激烈争论，并最终导致时任德国央行行长的阿克塞尔·韦伯辞职。原因在于，即使已经冲销了南部国家政府债券（希腊、葡萄牙等）的购买计划，但在证券市场计划中德国人仍然看到了间接货币化融资的阴影。这里的冲销是指在购买债券的同时，通过给银行提供“计息存款”来回收流动性，进而从金融市场上回收资金。

超长期再融资操作始于2011年，这是基于抵押品的传统再融资操作，只不过有特殊的期限：向银行提供长达3年的融资（取代仅3个月

期的长期再融资操作）。这一措施得到德国央行的支持，尽管实施这项计划从某种程度上是期望银行获得融资后，能够重新购买本国政府的长期债务，这被一些分析师视为隐性的货币化融资。

有这种想法的人需要分析德拉吉2012年在伦敦的演讲，以及欧洲央行随后推出的直接货币交易计划。直接货币交易是一项巨额资产购买计划，目的在于降低外围国家国债的利率。这些外围国家的国债多由外围国家的银行持有，国债价格上升相当于增加持债银行的资本利得和间接注资，并降低这些银行的融资成本。欧洲央行同时希望这一措施能够缓解信贷市场的分割，并消除欧元区资本市场上出现的计价货币变更的风险（第十一章已讨论）。就像证券市场计划一样，直接货币交易计划也是附有条件的。

量化宽松于2015年启动。此次量化宽松有十分严格的限制性条款，最终只有希腊得以例外。这一量化宽松能够被一致接受的原因在于，官方目标不是提供流动性或为政府提供资金，而是提升当时极度低迷的通胀预期，包括诸如德国在内的北部国家。另外，它不像证券市场计划或直接货币交易计划那样只针对欧元区的部分地区，而是针对整个欧元区。这个计划是否在实现上述目标方面取得成功仍然值得讨论，但是有证据表明它构筑了一堵有效的防火墙，抵御了2015年希腊退欧威胁所造成的传染效应。

本章下一节将展示上述各项计划的相关细节，尤其是在计划的设计、讨论和批评过程中不同参与者的表现。

证券市场计划

2010年5月，证券市场计划一经推出就引发关注，随之而来的是反对。5月6日，特里谢声明欧洲央行暂不考虑购买债券，但仅仅4天之后的5月10日，即在5月9日欧盟经济与财政事务理事会会议召开之后，特里谢就宣布实施证券市场计划。这被视为史无前例的政策逆转，并令

各界相当惊讶。其主要原因在于5月6日，纽约证券交易所发生闪电崩盘给市场带来新的不确定因素，也因此改变了当时的政策环境。在当时希腊危机造成的紧张氛围之下，一笔大额交易电脑指令出现了混乱，导致道琼斯工业平均指数下跌1000点。[注]欧洲央行想在欧元区各国开始就相关问题展开争论之前迅速采取行动，以免给外界留下它正忙于和各国政府进行各种谈判或交易的印象。欧洲央行执董会的成员从之前的内部交流中可能已有这种感觉，即他们可以在启动这一计划上达成共识。他们同样小心翼翼地解释到，新的刺激政策并不构成对各国政府的货币化融资，因为所有的货币化影响都将会被立即且完全冲销。

无论在欧洲央行做出证券市场计划决定前是否有过讨论，各种内部交流都没有提到管理委员会成员之间存在任何严重分歧。欧洲央行管理委员会中五个成员反对这一计划，但只有一位成员公开发表过看法。德国央行行长阿克塞尔·韦伯对欧洲央行的这一决策表示极度不满，并在报社采访时说道，证券市场计划“严重危及稳定”。[注]这是首次有管理委员会的成员公开反对欧洲央行的重大决定。这也突显出德法之间存在的另一个分歧点。德国央行认为，欧洲央行管理委员会的成员应各自为他们的决定负责，并且应当只忠诚于欧洲央行的职责，而在法国人看来，他们忠诚的对象却是欧洲央行行长和管理委员会。

与此同时，危机正在日趋扩大。欧洲央行执委会8月会议召开之后，爱尔兰国债的收益率立即飙升，随后爱尔兰央行行长帕特里克·霍诺汉谈道，“我们对缩减国家债务从而反映财政可信度所抱有的希望被挫败了”。[注]2010年夏，信用评级公司下调了葡萄牙的评级，9月葡萄牙政府推出了一项紧缩计划——上调税率并削减公务员工资。

欧洲央行管理委员会的其他成员可能也同意韦伯的观点，但均保持沉默。这令韦伯与其他成员对立，并触发了一系列事件，最终导致他退出欧洲央行行长竞选。尤其是萨科齐对德国央行行长并无兴趣，

而是投入更多精力在其他候选人身上。韦伯自己也同样意识到，他对证券市场计划的立场使他与管理委员会其他成员之间产生隔阂。如他自己所说，他在这一重大决定上的“明确态度”，“不利于他被其他国家政府所接受”。[注]但他坚持自己的原则，并通知欧洲央行执董会和德国总理，从2011年4月30日起他将不考虑继续在欧洲央行工作并将辞去德国央行行长一职。尽管默克尔从未认为德国人会占据欧洲央行的最高职位，但韦伯的退出削弱了德国在欧洲货币政策制定上的影响力。

然而，这些资产购买决定并不仅仅是个人问题：此时德国国内大量持保守意见的人士开始反对欧洲央行及整个货币联盟。德国国内一份有影响力的右翼报纸《法兰克福汇报》甚至做出结论，“自从引入转移支付联盟，且考虑到欧洲央行正受制于政治压力，欧元成为软通货的命运和货币联盟的失败就已经注定”。[注]一些曾在20世纪90年代尝试阻止货币联盟建立的德国学者又再次冒头，并提出新的挑战——由德国宪法法院来裁定一揽子救助计划是否违宪。

尽管有这些麻烦，欧洲央行依然继续坚持推行证券市场计划。2011年8月7日是一个周日的晚上，管理委员会召开了电话会议。随后，一份由欧洲央行行长发布的公报声明，管理委员会将考虑“各国政府准备在二级市场上启动欧洲金融稳定基金的基础”，并根据以上评估，积极实施包括西班牙和意大利在内的证券市场计划，由于没有正式方案，所以大大放松了该计划的限制性条款。[注]

当时，比利时经济学家保罗·德·格罗韦（Paul de Grauwe）曾呼吁大家关注失稳现象，即当一个国家持有大量主权债务而没有自己的中央银行时会出现的现象。如第七章所讨论的，货币联盟内的一国央行无法轻松应对可能发生的流动性短缺或挤兑问题。因此，用查尔斯·戈德哈特的话来说，这样一个国家的主权债务就是次主权债务，而且因为附带了流动性风险溢价，其利率更高。[注]所以，格罗韦主张欧洲央

行直接为欧元区各国政府提供支持，在一定程度上充当“政府的最后贷款人”，而事实上欧洲央行强烈抵触这一提法。

但这个提法在欧元区之外得到响应。许多非欧元区国家担心危机会继续蔓延扩散，并影响主要的外围国家——西班牙和意大利。因此利用七国集团和二十国集团论坛等机会，它们逐渐公开且直言不讳地建议，有必要在欧元区建立强效的防火墙，或者用英国首相的话来说就是采取“巨型火箭炮”措施。中央银行应该充当“政府的最后贷款人”这一思路，很快被市场分析师和一些非欧元区政府所接受。但他们中的大部分并未公开表示这一想法，只有英国例外，英国首相公开呼吁欧洲央行应当介入。

德国当局（德国政府及德国央行）拒绝了上述建议，这并不意外，它认为这些建议违背了禁止货币化融资的规定。欧元体系同样不支持该建议，欧元体系数月以来不仅一直坚持应由各国政府负责向债务市场提供流动性，而且认为欧洲金融稳定基金和欧洲稳定机制需要做相应调整。同时有人质疑在各国偿债能力和偿付意愿尚不确定的情况下，通过欧洲央行作为最后贷款人提供安全网，事实上是在投资者之外向市场注入“现金”，从而帮助各国政府卸下负担。

2011年12月：三年期超长再融资操作

德拉吉取代特里谢

2011年11月1日，马里奥·德拉吉出任欧洲央行行长。两天后的11月3日，欧洲央行管理委员会将利率下调0.25个百分点至1.25%，这是两年以来的首次下调，而且距离前一次上调（基于通胀上升预期而采取的措施）仅4个月。在此次利率下调的1个月后，欧洲央行又再次下调了相同的百分点。也就是说在5个星期内，2011年此前的两次利率上

调就已被抵消，且利率被降至1%。这清楚地表明，对德拉吉来说当前欧元区面临着新一轮衰退。

上述举措令市场印象深刻。在短短几天内，这位欧洲央行的新行长就成功树立起其果敢的形象，暗示他和前任行长不同的行事风格，明确了政策的连续性，而他所采取的行动也为他赢得了市场的尊敬和赞扬。这些行动旨在宣示一种新的行事风格，试图驱散笼罩在资本市场和欧洲一体化进程上的阴霾，打破彼此间无休止地相互指责和瘫痪状态。前任行长特里谢倾向于召开漫长的会议，开展深入的集体自我反省，小心翼翼地验证各种数据，紧张地交换意见，并逐步达成共识。而德拉吉则讨厌冗长的会议，很快就表现出对长篇大论的不耐烦，他更愿意通过长久的双边电话沟通来解决分歧和争论。

但是，其政策的确存在连续性。在过去，特里谢从未在任何大胆且出乎意料的行动上退缩过，但在此过程中与德国政府机构里的一些欧洲央行的最忠实支持者们树敌。但现在情况确有改变，先前紧张的态势被快速逆转。此前市场逐步瘫痪，经济情况迅速恶化。欧元利率在各发达经济体中排名最高，同时经济增长乏力，通胀风险极低。通过果断和迅速的行动，毫无疑问，德拉吉及时回应了当前的经济环境，同时为他自己和欧洲央行树立了全新的形象。

随后，欧洲央行又采取了更多措施。在12月的同一个会议上，欧洲央行管理委员会采取了一个史无前例的重要行动。它宣布实施为银行提供无限量流动性供给的两个特殊方案，期限为3年。这些超长期再融资操作就这样作为一个极大的意外面世了，同时欧洲央行新行长作为大胆操作者的名声再次稳固。

关键的是，这次管理委员会全体一致通过了超长期再融资操作（VLTROs），其中来自德国的委员，即德国央行新行长延斯·魏德曼以及首席经济学家于尔根·斯塔克都明确表示同意。尽管几个月之后于尔根·斯塔克从执董会辞职，他又公开批判这一措施，因为他发现这严

重违背了自己的经济理念。但实际上，这一决议是由斯塔克参与的最后一届管理委员会决定的，之后这位德国人就放弃了欧洲央行首席经济学家的位置，由约尔格·阿斯穆森加入执董会，负责国际和欧洲之间关系的相关事务。

德国央行同意超长期再融资操作的态度既令人惊讶又具有启发性。由于市场一致认为，给提供银行流动性支持必定会增加银行对外围国家政府债务的购买量，因此德国央行的支持态度非常出乎意料。这表明欧洲央行正间接地为各国政府注入货币化融资。银行似乎都非常警惕可能带来的污名。许多银行在竞标第一次超长期再融资操作之前十分犹豫，也有许多银行（包括德意志银行）采取观望，等待第二次操作的实施。

欧洲央行采取这一非常措施的原因主要有两点。第一，显而易见的是，欧元区政府债券市场依然处于完全瘫痪状态。几个月以来，由于现金逃离外围国家，银行已经成了唯一的买家。根据最新的压力测试结果，外围国家除了额外的信用风险溢价外，银行还被要求增加资本。这一要求被视为银行监管部门首次公开发出明显信号：购买政府债务是不利的行为。这一信号与本国政府给银行传递的暗示性鼓励信号完全不同。由于债券发行时需求下降，因此在11月末意大利十年期债券收益率几乎接近8%，这是自欧元诞生以来的最高水平。相关政府不得不求助于短期借贷以期望长期利率能下降至可控水平。

欧洲央行无法消除市场对外围国家风险的看法，当时它也不希望这么做，因为那些国家内部对财政政策纲要的讨论仍十分激烈，尚很难确定可能采取哪些调整措施。不过欧洲央行仍可以通过提供稳定且可预见的必要融资来增加政府债券对市场的吸引力。

资金之墙

欧洲央行实施超长期再融资操作的第二个原因并不明显，却更为重要。2009年至2010年的危机迫使所有欧洲银行在私营市场上短期借贷。这就导致2012年至2014年的再融资需求不断积累。银行不得不每年通过到期续借的滚动操作为7000亿欧元融资，考虑到市场对银行经营的稳健性和信誉度存在质疑，这种借贷操作对银行而言几乎是一个不可能完成的任务。而这即将到来的“资金之墙”已经推升金融市场的紧张情绪并降低市场承担信用风险的意愿。但欧洲央行的“大笔一挥”，推出超长期再融资操作，在关键时期通过为银行提供无限量的融资支持，消除了所有的恐慌和疑虑。同时，为了打消市场对银行能否有效使用流动性支持的顾虑，欧洲央行扩大了合格抵押品范围，将私人部门求偿权列为第二类合格抵押品纳入各国中央银行可接受的抵押品范围。

超长期再融资操作实施之初所产生的影响是非常积极的。融资规模十分庞大：第一次操作的拨付量达到4890亿欧元，第二次则高达5295亿欧元。欧洲央行在12月就收到523个报价申请，2月则有800家银行提出申请。这些操作对市场产生了巨大影响。意大利和西班牙的十年期政府债券收益率在2月下旬跌至约5%~5.5%。主要欧元区银行的信贷违约掉期收益率差则下跌150多个基点。在时隔6个月无法发行新债券后，银行终于重启债券发行。事实上，第一次超长期再融资操作就足够覆盖所有银行2012年底到期债务的70%多了，同时还消除了迫在眉睫的融资风险，给潜在投资者带来了信心和稳定。

尽管市场情况有所改善，但这种改善的基础仍旧薄弱。超长期再融资操作更多的是单纯提振信心而非真正解决政府债券市场失衡的根本问题。而且它造成的一个负面影响就是增强了各国银行与其主权国家之间的联系。银行，尤其是那些陷入困境的银行，可能会大量购买其母国的主权债务。因为欧洲央行已确保会提供长期资金，所以银行不会面临融资风险。第二，从监管的角度看，政府债务被视作完全无风险，因此购买政府债券不会增加银行（昂贵的）资本需求。因此，

银行就有动力将资金从原本投向实体经济的贷款中抽出来用于购买政府债券，延斯·魏德曼也曾提到过这一问题。另外，随着银行披露其持有的政府债务不断增加，银行和主权债务容易陷入“恶性循环”。正如第十章所解释的，一旦发生不利冲击，会同时拖累政府和银行。但是，如果政府债券价格上升，即利率下降，那么“恶性循环”将会转变为“良性循环”。银行可获得资本利得和注资。

2014年，欧洲央行引入了一个新的贷款计划，定向长期再融资操作（Targeted LTRO），这个计划支持银行增加对实体经济的贷款。下一节之后将讨论这个计划。

伦敦演讲和直接货币交易

危机扩大化

2012年3月中旬，债券市场的情况再度恶化。希腊债务的不确定性加剧了市场的风险厌恶情绪。基于对于希腊前总理同时也是欧洲央行前副行长卢卡斯·帕帕季莫斯个人信誉的信任，其他欧元区政府同意对融资方案进行重大调整，特别是同意在有追溯效力地降低各国政府对希腊政府双边贷款的利率。同时，各国政府还同意将本国央行购买债券获得的部分收入用于进一步提高希腊公共债务的可持续性。尽管如此，由于2012年5月召开的议会选举未能获得绝对多数，导致希腊陷入被动的困境，市场普遍担忧2012年6月17日举行的二次选举会导致希腊退出欧元区。

然而，导致市场恐慌的主要助推器来自西班牙。2011年11月的政府变动导致危机管理发生重大变化：即更对抗性也更难预测。2012年2月，西班牙总理宣布西班牙无法达到财政目标，并暗示他尚未准备好遵守新的限制性条款。这一声明引发了来自欧盟委员会以及“三驾马车”的反对。在接下来的数周内，上述沟通策略事与愿违且造成长久的不确定性。一些欧洲官员开始对西班牙当局的行为发表个人批评意

见，特别是针对路透社刊发的一篇引发关注的专稿，该专稿采访的对象是西班牙总理身边一位激进且反叛的首席经济顾问兼欧洲事务顾问。

地区性问题和银行业问题加重了金融市场的紧张情绪。西班牙多个地区均向西班牙中央政府提出援助申请。市场上充斥着对西班牙银行资本重组不确定的担忧。可能要求银行优先级债务持有人进行估值折扣的谣传也未能帮助提振市场。

2012年6月28—29日召开的欧元区领导人峰会通过了一些重要决定，从而帮助西班牙更易获得欧洲稳定机制的援助。尤其是欧洲稳定机制给西班牙政府提供的贷款，其优先权不高于私人投资者，而且一旦建立单一银行监管机制，欧洲稳定机制就可以（在合适的条件下）直接对银行实施资本重组。这一措施使市场情况暂时改善，但非常短暂。在这段时期，一连串评级下调事件进一步加剧市场的负面情绪，并引发对西班牙未来能否继续发债的质疑。但反过来，上述事件也提升了西班牙将很快需要一份完整的“欧盟—国际货币基金组织计划”（EU-IMF program）的市场预期。

意大利方面也发生了同样的状况。穆迪认为，西班牙和希腊的风险将呈蔓延趋势，因而下调意大利的主权信用评级。紧接着，13家意大利银行也遭降级。

从那时起，危机的性质改变了。在此之前，金融市场上的紧张情绪主要是担忧欧元区内跨境资本流动突然停止。尽管南方的部分国家无法为其赤字融资，但是也没有任何迹象表明存在重大的资金或存款外流，即使希腊也没有这样的迹象。但从2012年3月开始，随着存款从外围国家转移回欧元区核心国，开始出现跨境资本外流的迹象。

计价货币变更风险与兑换风险

2012年春，一系列指标显示兑换风险逐步加大：收益率在扩大；第二代泛欧实时自动全额清算系统的失衡情况加剧，表明存款流动加快；反映一国金融情况的基准指标出现差异，即对于同一个借款人而言，在不同国家面临的信贷条件不同。由于从国家层面看资产和负债是由银行管理的，因此有的欧元区国家开始将银行“重新收归国有”或进行拆分。很多银行家试图对冲希腊退欧可能引发的风险，他们担忧希腊一旦退欧将导致其他国家纷纷效仿（计价货币变更风险的细节请参见第十一章）。

伦敦演讲和柏林的支持

德拉吉于2012年7月26日在伦敦发表的里程碑式演讲，很大程度上是他自发的行为。这份演讲稿事先并未与欧洲央行管理委员会或与德法政府进行讨论。德拉吉仅在后来向欧洲央行执董会递交他演讲的文字稿时，才请求执董会同意其中的语句与欧洲央行之前的立场并无分歧。在发表演讲之后，德拉吉致电延斯·魏德曼和正在休假的沃尔夫冈·朔伊布勒，请求他们帮忙，并获得欧洲央行的公开支持。朔伊布勒不顾财政部官员不要评论欧洲央行的建议，同意了德拉吉的请求。德国总理的回应稍微慢一些，不过最终也同意和新任法国总统弗朗索瓦·奥朗德发布一份联合声明，声明政府“决心尽一切努力来守卫……欧元区的完整”。声明还说到，成员国和欧洲机构应该“在各自职权范围内，以此为目标履行义务”。[注]这一政治声明虽然与德拉吉的演讲并不直接相关，却增加了后者的影响力。

在德拉吉发表演讲后的第二天早上，德国央行抨击债券购买计划是“有问题的”且“并非最明智”的危机应对方式。[注]在这次形式新颖的对抗中，德国还将它对欧洲央行措施的反对意见印制在月度公告上：“德国央行坚持下述观点，即欧元体系购买政府债券的行为应当受到批评，且这一行为会导致严重的风险，从而威胁金融稳定。”[注]它

还声明道，新计划“将会是永无止境的”，应由各国政府或议会来决定是否要共同承担化解主权债务风险的任务，而不是央行。

但如果以市场作为评判标准，德拉吉的行动无疑取得了巨大的成功。我们很容易得出一个结论：德拉吉比特里谢更熟悉市场心理学。市场心理学推动华尔街和伦敦金融城的金融机构做空欧元。但之后的市场情况立刻表明，理论上央行可以无限干预市场，事实上欧洲央行也的确不惜代价地付诸实践。结果就是，许多机构意识到不应再继续持有空头头寸，因此不得不将头寸清空。

市场情绪的突变似乎给默克尔留下了深刻印象：她开始确信需要听取关于市场行为的独立建议，而这些建议是官僚化的德国政府机构不能给予的。因此，她与一些更熟悉金融城和华尔街心态的非德国专家进行商讨。9月16日，默克尔表示将坚定支持德拉吉干预欧元区主权债务市场的方案，但要有严格的限制——降低大部分债务国的借贷成本。“德国政府明确表示，欧洲央行关于当前货币稳定问题的决定是正确的，”总理阐述道，“如果欧洲央行的结论是货币供给存在困难……那么中央银行就必须采取相应措施以确保货币稳定。我们不主张对此予以限制。”[注]显然，德国政府已经与德国央行决裂并向德拉吉提供了他所需要的支持。此时，欧洲央行管理委员会成员之一约尔格·阿斯穆森强调欧洲央行、德国央行和柏林政府之间急需学会如何协调一致，他在当时充当起重要的纽带来推动德国政府和德国央行共同敲定直接货币交易计划的细节问题，他表示：“任何人都不该试图去创造德国央行或其行长被孤立的印象。”[注]

但这种和谐的局面仅持续很短时间，因为稍后一场争夺民意的争吵在德国爆发。德国央行行长魏德曼做了一系列高调的声明，给人留下的印象是他正试图说服德国公众对抗政府。就像阿克塞尔·韦伯在2010年5月的观点一样，延斯·魏德曼认为欧洲央行已经越权，因此他觉得自己有责任对公众表达他的不安。在2012年8月28日《明镜周刊》

的一次采访中，他打破了不得评论欧洲央行内部讨论的禁忌。魏德曼在捍卫自己的立场时，声明欧洲央行管理委员会“不应该是一个‘政治局’。在美国，甚至连美联储的会议纪要都会出版”。注在过去，欧洲央行一直坚持不公开其会议纪要，很大一部分原因在于纪要内容意味着欧洲央行的政治化程度更高，而且让外界觉得欧洲央行是在不同国家的优先顺序冲突的情况下做出政策决定，这将带来危险。

2012年9月19日，魏德曼把欧洲央行的无限制债券购买计划与歌德的名著《浮士德》中的一个场景做了对比，事实上没有任何其他戏剧能比这一部更好地定义德国的民族精神和文化。正如魏德曼所意识到的一样，这部流传了近两个世纪的戏剧是当前政治领域极好的类比。歌德笔下的靡菲斯特带领浮士德去观察一位皇帝。这位皇帝正统治着一个摇摇欲坠的帝国，犯罪和贪污盛行。各政治派系不再像以前那样正常运作，政客们都难以信任，没有人会向邻居提供帮助，人人都时刻提防着别人。歌德已经描述出大部分的现代政治秩序，而且他对这个虚构的中世纪王朝的批判，同样适用于当前的欧盟。

当时，诗人歌德正处在一个死气沉沉且旧制度统治即将完全瓦解的德国。面对外界不厌其烦地抱怨低效和无竞争力，靡菲斯特迅速做出一个简单的结论：这里通货紧缩和经济紧缩太严重了，最缺少的东西就是钱。他说，在地面下有大量的黄金和白银，皇帝只需要发行能够足值兑换地下金属财富的票据就可以了。皇帝对这个明智的建议将信将疑，还不吉利地戏谑道，撒旦总是制作黄金锁链。但通过引入纸币，帝国内的所有事情都有了改善。将军们很高兴，因为士兵可以拿到更多军饷，财政主管发现他可以付清全部债务，裁缝忙于制作新衣，女士们更愿意参加昂贵而浪漫的旅行，房地产市场繁荣，傻瓜也可以买大房子。宽松货币创造了大繁荣（而这正是德国央行时常担心的局面）。

魏德曼对这一德国历史名著的跨界评论，被许多评论员解读为对欧洲央行决策的一种暗示。因为仅仅在两个礼拜之前的2012年9月6日，欧洲央行管理委员会就直接货币交易计划的形式达成决议。注但德拉吉明确表示，欧洲央行管理委员会中只有一人提出了反对。而这一行动出乎魏德曼的意料。在10月19日，德拉吉自行前往德国联邦议院向金融委员会和欧盟委员会发表了讲话，现场约有百余名议员聆听了欧洲央行行长就德国央行提出的批判做自我辩护。

银行业的资本重组

尽管存在这些反对声音，德拉吉的伦敦演讲仍然非常有效地降低了外围国家主权债务的利率。令人惊讶的是，在直接货币交易计划的细节最终确定下来之前，确切地说是2012年9月，政府债券价格的上升就已经发生了。2011年12月和2012年2月的两次超长期再融资操作和监管框架，激励银行大量购入政府债券并转变为隐性的资本重组。因为随着政府债券价格回升，银行的资本利得增加，其资产负债表得以改善。一个良性循环（与恶性循环相反）形成了。这些资本利得还使银行更容易通过随后的压力测试。

直接货币交易计划的限制条款

直接货币交易计划同样受到限制条款的制约。债券购买计划只包括加入欧洲稳定机制的国家，即参与“三驾马车”项目的国家加上西班牙。限制条款被用来确保各国的财政和结构性改革能够继续推行，从而实现财政上的可持续，以最小化欧洲央行面临的违约风险。伴随着直接货币交易计划，一个以欧盟金融援助方案为基础的、更有效且更清晰的限制条款框架得以完善和形成。此次的限制条款在设计时吸取了前期证券市场计划的教训。当然，设定和完善限制条款的另外一个动机，就是扫除德国对货币化融资的担忧。

卡尔斯鲁厄的德国宪法法院

然而，欧洲央行的债券购买计划还面临另一个挑战，反对该计划的经济学家和律师们召集广大公众加入向欧洲央行施压的行动，并将该计划提请至卡尔斯鲁厄的德国宪法法院进行裁决。提请法院裁决的计划得到约37000名德国公民的支持：组织者试图利用直接民主制进程来阻挠德国政府同意这一欧元区救助措施。这是直接货币交易计划面临的第二次诉讼。第一次发生在2011年，当时德国宪法法院做出裁定解除这一计划，声称欧洲央行的行动虽然合理但触及政治界限。

在第二次起诉直接货币交易计划的案件中，德国宪法法院进行了长久磋商，直到2014年2月才公开做出含糊不清的初步裁定。一些人——尤其是反对欧洲央行做法的批评家——把这看作德国宪法法院支持他们反对欧洲央行的计划，因为德国宪法法院声称有“重要的证据”证明欧洲央行已经越权，而且“倾向于得出欧洲央行的举措的确越界的结论”。(注)不过，德国宪法法院是有意不做出裁决的，宪法法院的第二庭（second senate）发布了其6:2的多数裁决，它几乎确定地感到德国宪法法院不想直接承担导致欧元和欧盟金融恐慌的责任。的确，《德国基本法》的序言明确规定德国人民应致力在欧洲一体化进程中寻求团结。

相反，德国宪法法院向欧洲正义法院（European Court of Justice）寻求建议，来做出预判决（临时决定，Vorentscheidung），因此，德国宪法法院看起来好像将一部分法律制定权移交给了欧洲机构。而当欧洲正义法院明确裁定欧洲央行没有违反其在“货币政策方面”的职权且直接货币交易计划也没有违背“不得进行货币化融资”的禁令时，金融界相信马里奥·德拉吉和欧洲央行是正确的。而德国批评家则非常愤怒，经验丰富的巴伐利亚政治家彼得·高威勒（Peter Gauweiler）称此为“对卡尔斯鲁厄的宣战”，汉斯-维尔纳·辛恩则预测这是一场重要的宪法危机，因为欧洲法院正在干涉德国的民主政治，他的继任者克莱门

斯·菲斯特（Clemens Fuest）作为智库德国经济研究中心（CESifo）的一把手，更加冷静地声称直接货币交易是财政政策而不是货币政策。注最终，德国法官在做出具有最高政治重要性的裁决时，似乎并无自信评估其裁决的经济后果，而且担心会将欧洲拖入混乱的局面。

量化宽松和特殊措施

负利率、定向长期再融资操作以及资产担保证券计划

2014年，市场情况愈加表明欧洲央行无法兑现将通胀率保持在低于且接近2%的目标。即使在实现充分就业的德国，通胀率也远低于2%的基准水平。德国的物价水平对整个欧洲具有重要意义，它使欧洲的内部调整更加困难。原因在于为了消除在21世纪第一个10年里积累起来的竞争力差异问题，德国需要一定的通胀而南方国家则需要一定的通缩。

一开始由于存在许多不确定性，欧洲央行尚不明确采取哪些政策措施是合理的。通缩威胁是否只是短期内商品价格冲击造成的一种错觉？低通胀部分是由于油价下降导致的。但也有人担忧油价下跌会导致二次效应：油价下跌导致通胀预期下降，进而导致更低的工资增长率以及所有商品价格的低通胀，等等。

因此，2014年6月，欧洲央行推出了三项措施：第一，它冒险进入负利率区域。欧洲央行将存款利率降至-0.1%的水平，随后于9月再次下调至-0.2%。丹麦央行早在2012年就已引入负利率，以阻止欧元危机高峰时的资本流入；瑞士国家银行（Swiss National Bank）在2014年12月也采取了相同举措，以一个无效报价来停止其货币继续升值。2015年2月，瑞典央行紧随其后。欧洲央行采用负利率的动机，主要是避免通货紧缩并将通胀率提升至接近2%的政策目标水平。但是，许多评论员很快注意到这个举动带来的最显著影响是欧元贬值。形成这一过程的途径如下：其他国家的借款人——大型新兴市场——发现借入欧元

极具吸引力，因为成本很低且欧元处于贬值通道。套利交易（carry trade）会降低欧元的价值。这场货币战争的前景似乎令人回忆起20世纪30年代大萧条时期的情形，但事实上欧元贬值很快就结束了。

第二，欧洲央行同意开展定向长期再融资操作，设计该方案的目的在于促进欧洲银行发放更多贷款以支持实体经济（而不仅仅只是为政府债务再融资）：这个四年期的再融资计划是基于银行的未偿还贷款以及其净贷款。

第三，2014年夏，欧洲央行还开始购买私人部门的资产，即所谓的资产担保票据（asset-backed papers）。购买私人部门的资产被一些人认为争议较少，因为这进一步消除了政府从央行融资的危险。欧洲央行尤其想通过这一计划来影响商业环境，因为它担心受银行业危机影响，对许多欧洲国家的经济至关重要的中小型企业会被银行贷款拒之门外。因此，资产担保票据计划也许能刺激欧洲金融业。然而，总的来说，资产担保票据市场规模依然较小，因此这一量化宽松计划的影响力有限。

杰克逊霍尔演讲

2014年8月末，马里奥·德拉吉在美国怀俄明州的杰克逊霍尔发表的演讲成为决定性的转折点，全世界的资深中央银行家每年都会来到这个风景秀美的地方开会。如同他在2012年6月的伦敦演讲一样，这位欧洲央行行长在最后一刻插入了决定性的发言，这些发言内容并未出现在此前准备好的（书面）稿子中。德拉吉的演讲十分清晰有力，主要聚焦在对长期通胀预期的分析上。[注]中央银行家都知道，央行对通胀的短期变化几乎没有什么影响力，他们的主要目标是控制中期通胀水平。因此，从这个层面上看，预期才是通胀的主要驱动因素。如果人们相信央行会履行其职权，即央行足够可信，那就会形成长期的稳定预期，或者用专业术语来讲，“被锚定”（anchored）。自从欧洲央行

建立以来即维持着这一情况，被用来评价物价稳定的长期通胀预期一直保持在接近2%的水平。然而，危机中首次发生长期通胀预期漂移至接近1.6%。这非常令人担忧，因此德拉吉明确表示这是欧洲央行采取行动的原因。

可以有很多方法测算通胀预期。通过调研消费者和专业预测人员进行推算，或者从金融市场数据中提取：首先，基于调研基础测算的通胀预期主要集中于家庭，家庭的通胀预期一般非常稳定且最容易受到一些特定的典型商品的价格影响（例如汽油、牛奶或巧克力）。这些商品价格的上升，同样会影响公众对通胀的感知并因此形成一个较大的政治影响。其次，还有一种交易型通胀，从许多金融产品的交易价格中可以测算这类通胀，从而推测出交易员对通胀的预期。和许多其他央行一样，欧洲央行十分重视金融市场对“五年后的五年”（five years in five years），即从现在算起未来第五年到第十年通胀率的预期情况。这一特殊指标在内部政策商讨中经常作用重大。得益于德拉吉在杰克逊霍尔演讲的效果，这几乎已经变成欧洲央行货币政策的一个中间目标。

欧洲央行宣布量化宽松计划

2015年1月，在持续的通缩压力之下，欧洲央行宣布了大规模量化宽松计划。该计划的规模远大于市场预期：月度债券购买量为600亿欧元，其中包括主权债务450亿欧元，机构和代理人发行的债券50亿欧元，以及100亿欧元的资产担保证券和有担保债券（对先前已有计划的延伸）。在宣布该量化宽松计划期间的价格变动情况显示出其影响市场的程度。德国长期国债（十年期）的收益率下降了0.13个百分点（即使该计划已被市场广泛预期）。更有趣的是，美国国库债券（十年期）也下降了0.1个百分点。这是明显的溢出现象，由于在欧元区内更易借款，进而导致全世界范围内的金融借贷也变得更容易。

这个计划从2015年3月开始实施，而且预计至少将运作到2016年9月，因此总购买数额将会达到1.1万亿欧元。如果届时通胀水平没有达到目标范围，量化宽松将会在2016年9月后继续实施。购买量按照每个成员国央行向欧洲央行的资本认缴份额来分配。成员国央行承担80%的购买任务，并同时承担了相应的风险。因此，德国一直担忧的共同分担的损失比例将被限制在20%。对损失分担的限制，意味着欧洲央行向德国利益做出了让步，不过看起来，量化宽松计划相当于为欧元区国家发行债券打开了后门。但是，一些评论员指出，限制损失分担意味着“单一货币政策”的设想将遭受打击。重要的是量化宽松购买计划并不包括希腊政府债券，因为希腊不满足一些技术性的要求，（实际上）更准确地说，限制了希腊进入该计划。

可能的量化宽松传导机制

目前，尚无法完全了解量化宽松的传导机制。伯南克有一个著名的论断，“量化宽松的问题在于它在解决实际问题上的确是有效果的，但是在理论上又是不成立的”。[注]量化宽松政策可以通过很多渠道发挥效果。被提及次数最多的就是资产组合再平衡渠道。当央行购买长期债务时，投资组合经理因此获得现金从而激励购买其他风险更高的资产。通过这一方式推动了多类别金融资产的长期利率趋向下跌。如果这种再平衡发生在购买外国资产时，那么本国货币贬值并因此刺激出口。有趣的是，大部分债券是从外国持有人手中购买的，这等于允许外国投资者以一个更高的价格出售其持有的债券。此外，量化宽松还可能起到释放信号的作用：通过展示行动的决心，央行可以直接干预长期通胀预期。最后，因为量化宽松在不同行业之间进行了财富再分配，从而通过再分配渠道发挥作用。如果这种方式有助于修复经济体中资产负债表被损坏的部分，那么结果将有利于宏观经济的稳定。

量化宽松行动也激发了大量矛盾。通常来讲，国际货币基金组织是支持量化宽松的。但是这项措施最立竿见影的效应将是进一步增加

德国的出口，而国际货币基金组织和美国均强烈批评德国的贸易顺差，它们认为这是全球失衡的主要原因，因此也是赤字国家通缩压力的主要来源。

不过，这种汇率效应该是欧洲央行暗中希望实现的。汇率贬值带来的这些有意或无意的影响，使货币当局可以干预债券市场：日本安倍经济学就是一个真正成功的案例。欧洲一直猜想是2009年后美元走弱加速了美国经济复苏。此外，对世界经济的担忧也将转向新兴市场，这样企业可以开展新的套利交易并以欧元融资。如果企业这样操作，那么它们把欧元融资兑换为新兴市场货币从而进行当地投资，欧元汇率将进一步下跌，以低利率借入贬值货币的这一套利交易将更加有利可图。[注]没有央行会承认其暗中设定了汇率目标，因为这会被看作一种以邻为壑的策略，因为所有国家显然不可能同时贬值。确实，在2010年末，当美联储公开市场委员会讨论量化宽松时，美联储理事凯文·瓦尔什（Kevin Warsh）就声称这个政策在政治上是不正确的："我认为这有很好的理由。但这是一个危险的政策。当世界经济复苏的关键时刻扰乱外汇市场，让它们为我们做那么多事情，这样是十分危险的。"[注]

另一个更传统的量化宽松传导渠道是国内需求。在该渠道中，且如果当前面临的问题是欧元区内的低通胀或通缩，那么最合适的做法应是购买德国证券（尤其是政府债券、国债）以推动德国需求和通胀水平。这将降低德国的竞争力并减少在21世纪头10年出现的工资差距问题。然而该政策将导致德国和外围国家债券之间的收益率差进一步扩大，而这是欧洲央行希望避免的。

再分配渠道的观点强调，设计合理的量化宽松政策可以将财富再分配给陷入危机国家的资产负债表受损的实体。这一解读表明，欧洲央行应该只购买危机国家的资产，而非核心国家。由于这个计划明确且公开地进行再分配，实际上表明欧洲央行已经在扮演欧洲中央财政

计划制定者的角色，而这将招致反对。这一计划将降低由危机国家银行持有的大部分政府债券的收益率，并推高政府债券的价格。因此，量化宽松政策本质上是危机国家的银行实行资本重组的一种方式。

德国反对量化宽松计划

正如之前提到的，德国尤其是德国央行坚决反对欧洲央行采取的任何公开的资产购买措施。因此很容易理解魏德曼会在欧洲央行管理委员会的决策提出反对意见。在公开争论中，德国从以下几个方面来阐述其反对立场。

首先，通胀及通胀预期的计算是否正确。目前尚不明确通过金融产品——如五年期通胀掉期——推算得到的通胀预期是不是合适的参考值。在2014年的市场环境下，德国认为通胀预期主要受2014年油价（及其他大宗商品价格）大幅下跌的影响。对石油进口国而言（包括欧洲危机国家），油价下跌导致其真实收入增加，应被视为一种意外之财甚至是刺激计划。因此，低油价是件值得庆贺的事，并不值得担忧。(注)

其次，非常规货币政策是否有效也存在疑问。鉴于利率已经降至最低值（即零利率下限），货币刺激政策需要采取不同于单纯调低利率的手段。美国就是一个例子，美联储实施了三轮量化宽松政策，购买品种包括政府债券以及资产支持证券。上述举措成功帮助美国经济复苏，而同一时期的欧洲仍陷入经济停滞状态。总体而言，美联储的第一次和第三次量化宽松政策，主要是购买住房抵押贷款产品，均有助于提振房价，帮助资产负债表受损的房地产业逐步复苏。而购买政府债券的量化宽松政策效果则相对不那么明显。这也表明，相比于向市场释放刺激信号的作用，通过再分配渠道对那些资产负债表受损行业予以救助，效果显然更好。不过，历史上也有量化宽松政策失败的案例。20世纪90年代日本政府也实施过量化宽松政策，但在几年后政

策并未完成，因此也没有奏效。2013年，日本央行还实施了定性及定量的宽松政策，但导致日元汇率及股票价格的大幅波动。因此，很多观察员认为量化宽松政策主要作用于外汇市场。

再次，通胀降低是否可能演变为通缩也存在争议。德国认为物价降低不一定代表着消费者支出下降，消费者不会因为商品价格可能下降而推迟购买。最典型的例子就是电脑、电视等电子产品。尽管价格持续下降，人们还是会继续购买电子产品。注

最后，历史数据表明某些情况下通缩不一定对经济增长有害。特别是在19世纪，曾经出现过一段长期"有益的"通缩，当时的物价下跌表明生产率得到提高且需求是可持续的。在一份最新的研究中，国际清算银行分析了过去140年38个经济体的数据，发现较低的通胀率与低增长并不一定存在相关关系。注历史上关于通缩有害的论断是基于一段极富戏剧性且危险的时期，即"大萧条"，但这是一个相当特殊的例子。

对量化宽松的反对是基于实际工资刚性的观点，换句话说，即便物价下降，工资水平也很难下降，从而导致工人要价过高。即使在19世纪被称为"有益通缩"的时期，也有很多证据支持这一观点。注在欧洲外围国家，名义工资在下降而实际工资却保持黏性（详见第六章）。

另外，德国认为量化宽松计划不合理地混淆与合并了货币政策和财政政策。量化宽松提高了外围国家银行持有的政府债券的资产利得，事实上帮助这些国家的银行实行资本重组。另外，购买那些财政状况不佳的政府债券后，欧洲央行需要承担相应的信用风险，如果这些国家违约，欧洲央行的损失最终都将由（德国）纳税人承担。所以，实际上欧洲央行的量化宽松计划是将资金从内部核心国家转移至外围国家。德国政策制定者同时担忧，量化宽松计划实际上是为引入

欧元债券和连带责任打开后门，并担心欧洲央行的这一举措会降低外围国家削减赤字和债务的动力。同时，一些技术上的问题也使欧洲央行无法像美联储那样进行操作。另外，欧洲企业债市场相对较小且流动性差（相比美国而言），因此欧洲央行的干预难度更大。

量化宽松计划对通胀预期的影响

图15.4描述了五年期通胀互换利率（inflation swap rate）㊟从2014年7月到2016年5月的变化情况。从2014年夏天起，特别是从德拉吉在杰克逊霍尔发表演讲后，通胀预期逐步下降。2015年1月之后的通胀预期上升可以从两个角度解释：量化宽松计划阻止通胀预期继续下跌，或量化宽松计划不是很有效。但无论如何，在2015年夏，量化宽松计划的确抑制了因希腊退欧威胁带来的潜在溢出效应。并且，量化宽松计划削弱了希腊政府的谈判砝码，使其无法以退欧将对其他欧洲外围国家造成负面影响来威胁。矛盾的是，尽管德国反对量化宽松计划，但事实上由于该计划的实施使希腊无法以负面溢出效应进行威胁，从而帮助了德国。



图15.4　根据五年期互换合约以及欧洲央行资产负债规模推算的通胀预期

2016年3月，面对持续下行的通胀及信贷增长数据，欧洲央行决定进一步将存款利率降至-0.4%的水平并扩大量化宽松计划。欧洲央行将主权债务的购买量从每月600亿欧元提高到800亿欧元。同时宣布将从2016年6月起新推四个定向长期再融资操作，期限均为四年。该计划中的贷款利率可以低至存款的负利率水平。

除借款与资产购买计划以外的其他方法

除了资产购买计划，是否还有其他可能的政策措施呢？近期，一些经济学家开始提出应用米尔顿·弗里德曼的旧理论，即“直升机撒钱”理论，认为刺激政策在财政方面是有效的。现代的直升机撒钱方式有时被称为全民量化宽松，因为该措施被认为能够公平地惠及所有人而不仅仅是银行及投资者。但央行参与直接再分配的做法，从德国的传统观点来看非常危险。奥托马·伊辛就声明，这一提法仅表明丧失了理智。注

除量化宽松计划外的另一个途径，可能是由各国央行推出一项“沟通政策”（communication policy），目的是影响工资谈判。这一政策可以降低核心区国家与外围国家之间因核心区国家工资限制而形成的竞争力差距。尽管外围国家名义工资的削减有可能缩小这一差距，但问题在于债务人仍可能不愿意偿付其债务，即我们在第六章讨论的“贬值困境”。核心区国家的工资上涨能够避免这种债务型通缩。从这个角度看，德国在2015年引入最低工资政策是一项有益的举措。德国央行已经就沟通政策采取了一些初步措施，但不够坚决而且没有提出用这一政策来替代量化宽松。德国央行一直有管理通胀预期的传统，并据此来影响工资谈判。因此，德国能提供的最有力帮助就是促进德国国内工资快速增长，避免当前低通胀环境带来的第二轮负面效应（由低油价导致的低通胀环境）。2014年到2015年间油价大跌的冲击与1973—1974年以及1979年油价大涨的冲击相反。在20世纪70年代，德国央行

通过工资谈判来尝试避免因高油价带来的第二轮效应。从1974年起，德国央行开始转向使用货币目标制，德国央行代表坚持，应设定货币目标制的一个主要目的是，让企业和工人明确知晓经济的发展趋势，并据此形成合理的工资调整方案。同样地，在当前经济形势下，采用类似的沟通政策也将有助于推动工资水平上升，至少在德国工资水平已经出现一定程度的增长时。

欧洲银行业的单一监管机制

面对欧元危机的冲击，德拉吉意识到这是在欧元区内建立一个强有力的银行业联盟的开端和机会。这一决策将使欧洲央行介入银行业监管，进而促使欧洲稳定机制的建立，并从制度上重塑欧洲的金融治理。从2012年第一次讨论到欧元区领导人峰会上形成正式决议，做出上述决定只用了仅仅3个月的时间。同时，欧盟委员会迅速明确了欧洲央行的核心定位，欧洲央行也为此新招聘了1000多名员工。[注]但这一重要的变革也引起欧元区国家政策制定者以及学术界的争议。

历史背景

关于欧洲央行是否应该介入银行业监管的讨论由来已久，可以追溯到欧元货币联盟的构建和创设期。在欧洲经济和货币联盟的创设文件1989年《德洛尔报告》的第二份草案的第32段这样写道：“应建立机制由欧洲央行参与协调各国监管当局的银行业监管政策。”[注]但在最终报告中，“各国”的说法被删去，暗示相应的监管当局应当是欧盟。而在由轮值国提供的一份欧洲央行法案的初稿中，欧洲央行的职责总结为“支持金融系统稳定”。另外在有关“审慎监管”的第25章中，关于欧洲央行的职责描述如下，不过这些描述用方括号加以标注以表明双方尚未达成一致：

25.2［由于欧洲央行是合格的监管主体，因此可以制定、解释并实施与信贷风险及其他金融机构审慎监管相关的政策。］

25.3［就欧盟及各国政府为维护银行业和金融系统稳定而出台的相关政策，欧洲央行有权提出建议。］

25.4［为维护银行业和金融系统的稳定，欧洲央行可以在其能力范围内自行制定政策并采取措施。］ 注

德国央行一直极力避免提及欧洲央行在银行监管方面的明确角色，“尤其是放在维护银行业与金融系统稳定是否涉及道德风险这个微妙话题的共同背景下，上述论断可能会被错误地解释为欧洲央行应承担最后贷款人这一角色”。注因此，上述方括号中的内容最终在草稿中被删去。1990年10月，当各国监管当局在讨论由“银行监管子委员会”（Banking Supervision Subcommittee）提出的关于欧洲央行法令初稿的提议时，德国央行行长汉斯·蒂特迈尔重申德国央行的疑问，即欧洲央行参与银行业监管的道德风险问题。如果央行承担监管责任，当银行业出现不良趋势时央行需要出手救助银行，这是一种隐含的承诺。蒂特迈尔同时提出一份以德国观点为内核但经过精心包装的监管理论：“并不表示德国央行不认为欧洲央行有义务维护金融系统稳定，只是这一责任不应当落在纸面上从而引发道德风险。”注

最终，在《马斯特里赫特条约》有关货币政策的条款中，描述了欧洲央行在银行监管方面的角色（第105章第6节，现为《里斯本条约》第127章），但附上了众多附带条款，以至于欧洲央行要真正实施欧元区银行监管需要克服相当多的障碍。政治因素最终导致新欧元货币体系存在根本的缺陷。

关于制度安排的各种争论

在建立欧元区银行业联盟方面，一个主要争论是负责银行监管这一角色的机构是由欧洲央行管理，或者作为欧洲央行的一个部门，还是成为欧盟的一个独立机构？其中最重要的关注点就是欧洲央行作为主要的银行监管当局是否存在利益冲突。在德国央行看来，这种制度安排显然会导致欧洲央行在制定货币政策时偏离物价稳定这一核心目标，而根据银行业安全的需要来做出决策，进而形成金融主导的局面，此时欧洲央行将被迫印发货币来稳定金融系统。此外，如果欧洲央行在实施监管的过程中发生错误将会损坏其公信力，这是一种负面的溢出效应。

另一方面，支持者则认为，欧洲央行参与银行监管将成为有益的补充。其中，最主要的一点是增强了信息沟通。的确，在危机期间，欧洲央行几乎不了解银行持有的抵押品的真实价值，但不得不扮演最后贷款人的角色（有很多抵押品是按市值计价，但很多贷款却无法交易）。信息共享极为有限，由于许多重要职能已经被移交给欧洲央行，因此各国央行在与欧洲央行分享信息方面表现得很不情愿。另外，美国的监管体系就是将银行业监管与市场监管合并在一起的最好例证。同时，多监管者共存也存在利益冲突，例如美国证监会受到律师的约束，以确保它能关注投资者保护问题而非金融稳定。类似的监管者还包括美国证监会、美国商品期货交易委员会、美联储等。实际上，金融企业无论是过去还是现在都会倾向于选择它们最喜欢的监管者，并导致相应的道德风险，但对此美联储始终无能为力。

在建立欧元区银行业联盟问题上，另一个重要的争论是监管机制的范围。尽管德国坚持应当限制监管的范围，让各国的监管当局适当保留部分职能，尤其是保留对储蓄贷款机构等小型银行业机构的监管职能，法国却希望将小型机构也纳入整个欧洲银行业监管体系。法国的理由是小型机构也可能对整个银行系统产生冲击，例如当年英国的北岩银行（Northern Rock）。然而事实上，法国的大多数银行都属于大型银行，即全国运营，可能发生系统性冲击。

还有一个争论是欧元区银行监管当局应当承担多大的宏观审慎监管责任。在危机期间，监管更关注如何确保每个银行的稳健运营，然而危机过后，重点则转移到如何提升整个金融系统的稳定性。微观审慎监管应当与宏观审慎监管相互补充。而宏观审慎监管则与货币政策紧密相关。的确，很多亚洲国家使用宏观审慎监管工具来确保物价平稳。例如中国香港采用的就是盯住美元的货币局制度，因此中国香港当局无法将利率作为政策工具。作为替代，中国香港利用包括贷款价值比在内的宏观审慎监管工具来实现其通胀目标。鉴于宏观审慎监管政策与货币政策之间的紧密联系，一些观察员认为由欧洲央行来履行宏观审慎职能是很自然的选择。

尤其是，赋予欧洲央行宏观审慎监管职责，就能允许欧洲央行消除地区间政策差异并侧重于解决国家性泡沫和信贷失衡问题。的确，正如之前提到的那样，欧洲央行目前使用的一个主要货币政策工具，即欧元区内统一的利率，会导致地区间的失衡。差别化的宏观审慎监管工具可以用于消除这些失衡。从更一般的角度来看，这样的制度安排能够在目前并非最优的欧元区内实现最优化。(注)

妥协的结果

鉴于存在诸多争论，各国政府就治理机制的合理安排进行了磋商。最终于2012年达成了方案，创立了单一监管机制，充分反映出各方的关注重点。在单一监管机制下将由一个新的监管委员会负责监管决策，这一委员会独立于欧洲央行管理委员会，但级别低于欧洲央行管理委员会。监管委员会主席［现为丹尼尔·努伊（Daniele Nouy）］将独立于欧洲央行的执董会，但副主席［现为萨宾·劳德士（Sabine Lautenschläger）］则会从执董会中挑选，这一安排的目的在于加强信息沟通的同时，将相关关系最小化来保护欧洲央行的声誉。同时，方案中还设立了单一破产清算机构（Single Resolution Authority，SRM）和联合存款保险（Joint Deposit Insurance），作为银行业联盟的组成部

分，正如我们在第十章和第十一章讨论过的。目前尚不清楚这样一种复杂的治理架构是否能长期维持。

在职责范围的界定上，部分职能需要单一监管机制和各国的相关监管当局分工协作。系统重要性银行将由欧洲央行直接监管。各国监管当局负责监管非系统重要性银行，但重点是，单一监管机制保留对任何被认为是系统重要性银行的监管权力。同时，单一监管机制有权开展现场检查、发放和收回银行牌照、提出资本要求以及在必要时对银行的资产负债表进行调整。同时，还有一项重要任务就是开展压力测试，即全面评估欧元区银行业的健康状况。

总体而言，单一监管机制被赋予了较大的权力。实际上，关于欧洲央行是否被赋予过度的权力以至于最终它将凌驾于欧元区其他机构之上，甚至会超过欧盟，对此已有一些议论。确实，赋予单一监管机制较大权力，会导致欧盟层面一些涉及银行业事务的机构在重要性上被削弱，最典型的就是欧洲银行管理局和欧洲系统性风险理事会（第十一章中对此进行了讨论）。尤其是单一监管机制的员工总数，已超过欧洲银行管理局和欧洲系统性风险理事会，且欧盟中的非欧元区成员国如有意愿，也有权加入单一监管机制。至少到目前为止，欧元区成员国与其他欧盟国家之间仍存在一些紧张关系，因此欧盟也被贴上了“双轨欧洲”的标签。

总结：如何评估欧洲央行的位置

很显然，欧洲央行既是解救此次危机的英雄，同时又是受害者，或者说一个悲剧式的英雄。之所以称之为英雄主要有以下几点原因：欧洲央行采取行动处理危机，承担了相应的风险，直面且顶住了压力，在所有希望都消失的情况下力挽狂澜。为什么说对欧洲央行而言这是一个“好的”危机呢？不同于国际货币基金组织，因为没有谁的声

誉受到损害，欧洲央行与国际货币基金组织的不同之处在于它不隶属于任何政府，因此，它受到的政治干预很有限。但同时它所采取的所有政策都获得了各国政府的支持，特别是包括德国在内，这种支持使欧洲央行的政策变得可信且有效。

根据部分观察员的看法，经历此次危机后，欧洲央行的声誉得到提升，其独立性也未受损害，并且受到欧元区内外的几乎一致尊敬。但是作为一家机构，欧洲央行承受了因抵押品价值变动而造成的巨额损失，且其内部凝聚力遭到严重动摇，成员之间的信任一再受到破坏，两位管理委员会成员的接连辞职也对欧洲央行造成打击。此外，它还必须同时面对来自德国和外围国家的双重责难。

某种程度上，针对欧洲央行的争议、喝彩以及责难都是后危机时代央行新角色的结果：尽管权力从欧盟机构中移除（详见第二章的阐述），欧洲央行仍是唯一一个权力扩大的机构（除此之外还有新设的欧洲稳定机制）。不仅在欧洲，在所有大型工业化国家，央行的影响力都在提升。与欧洲类似，美联储尤其是美联储主席在2012年大选中受到来自共和党人的抨击。原因是他在危机期间被迫实施一些非常规的政策手段购买特殊资产，导致资源再分配，此外他从货币政策过渡到信贷政策，使央行实际上制定了财政政策。[注]同样的，欧洲一些有影响力的前政策制定者，也对欧洲央行提出相同的批评。例如广受好评的前欧洲央行首席经济学家，德国人奥托马·伊辛，在首次作为前欧洲央行官员出现在公众媒体前被问及相关问题时，首先声明他不应该对货币政策发表任何评论，但之后又补充道，由于欧洲央行采取了财政政策，因此他可以进行评论，事实上他也的确做出了负面评论。

有一种论调认为，鉴于欧洲内部的分化现象，欧洲央行被认为是仅有的成熟机构：不仅表现在有效地应对问题，还包括推出新的政策措施。在欧元危机期间，与欧盟委员会相比，欧洲央行更称得上是有效的政策实验室。因为欧洲央行需要调和各种相左的观念和意见。有

时候，欧洲央行的官员戏称自己是“两面派经济学家”，因为他们总是说一方面如何，另一方面如何。当欧盟委员会提出更大程度的财政一体化计划时，这些官员对此一笑置之。但是当欧洲央行提出的方法实际上就是提升财政一体化程度时，这些官员则会考虑如何使之正式化。在整个危机期间，欧洲央行成为欧洲的核心组织。正如本章概述的那样，有三个重要的创新举措改变了危机进程：政策的限制性条款、直接货币交易计划以及推动成立银行业联盟（后两者均诞生于2012年夏天）。

所有的政策措施都需符合《马斯特里赫特条约》的授权。从欧洲央行角度看，量化宽松政策是它依据条约赋予其稳定物价的责任而采取的正当举措。欧洲央行决策者并不认为他们的措施在有效降低负债国借贷成本的同时，削弱了这些国家推行结构性改革的意愿。这些国家的政府不会因为需要应对财政危机就启动必要的改革，包括简化过于复杂的监管要求、优化投票流程、推行劳动市场改革等。相反，以德国为代表的债权国坚信，只有危机才能推动这些故步自封的国家实施改革，也就是说，无危机则无改革。这一点在养老保险政策上表现得最为明显，养老保险改革在希腊和西班牙都引起极大的政治争论。法国或其他南部国家认为只有营造出有力的政策环境才能推动改革，而德国或其他北部国家，却持相反的观点，即改革只能诞生于严酷的环境当中。而欧洲央行则一直尝试削弱这种严酷性。

欧洲央行行长特里谢和德拉吉都曾谈到要完善欧盟。他们和执董会的其他成员，例如提出要建立欧洲财政部（European Finance Ministry）的伯努瓦·科尔（Benoît Coeuré），都感到危机使欧洲央行过度扩大，急需在增强了的欧盟各机构中找到一个对手。不过欧洲央行在权力变大的同时也变得更为脆弱。作为一个独立的央行，它看起来制定了太多的决策。注

---

1. 通胀互换是指一方根据一定名义的本金支付固定的利率，而对方向其支付与某个通胀指标（如CPI）挂钩的浮动利率。通胀互换利率即指这个固定利率。——译者注

2. European Central Bank，“Verbatim of the Remarks Made by Mario Draghi，” speech at the Global Investment Conference in London， July 26， 2012.Last accessed January 4，2016，from http：//www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html.

3. Quoted in Robert L.Hetzel，The Great Recession：Market Failure or Policy Failure？（New York：Cambridge University Press，2012），282.

4. 当立陶宛于2015年1月1日加入欧元时，欧洲央行治理委员会的轮换投票权新制度生效。作为轮换原则的结果，将不可避免地决定哪些国家中央银行（包括联邦银行）不能投票。

5. European Central Bank，“The Stability-oriented Monetary Policy Strategy of the Eurosystem，” ECB Monthly Bulletin，January 1999.

6. Otmar Issing，ed.，Background Studies for the ECB’s Evaluation of Its Monetary Policy Strategy （Frankfurt am Main：European Central Bank，2003）； Otmar Issing，The Birth of the Euro，translated by Nigel Hulbert （New York：Cambridge University Press，2008）.

7. European Central Bank，The Monetary Policy of the ECB，2nd edition （Frankfurt am Main：European Central Bank，2004）.Last accessed January 4，2016，from https：//www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf.

8. Jürgen Stark，“The Role of Money，” in The Role of Money—Money and Monetary Policy in the Twenty-first Century，edited by Andreas Beyer and Lucrezia Reichlin（Frankfurt am Main：European Central Bank，2008）.

9. See Jean-Claude Trichet，“Central Banking in Uncertain Times：Conviction and Responsibility，” Jackson Hole speech，August 27，2010，available at https：//www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100827.en.html.

10. See for instance Jörg Eigendorf，“Eklatante Schwächen der EZB bei der Geldschöpfung，” Welt，January 6，2013.Last accessed January 4，2016，from http：//www.welt.de/wirtschaft/article112434760/Eklatante-Schwaechen-der-EZB-bei-der-Geldschoepfung.html； and M.Brendel and Sebastien Jost，“Die europäische Notenpresse gerät außer Kontrolle，” Welt，January 6，2013.Last accessed January 4，2016，from http：//www.welt.de/finanzen/article112420942/Die-europaeische-Notenpresse-geraet-ausser-Kontrolle.html.

11. Hans-Werner Sinn，“Neue Abgründe，” Wirtschaftswoche，No.8，February 21，2011，35； Hans-Werner Sinn，“Tickende Zeitbombe，” Süddeutsche Zeitung，No.77，April 2，2011，24.

12. See Hans-Werner Sinn and Timo Wollmershäuser，“Target Loans，Current Account Balances and Capital Flows：The ECB’s Rescue Facility，”NBER Working Papers 17626，2011.For a contrasting view，see Ulrich Bindseil，Philippine Cour-Thimann，and Philipp König，“Target 2 and Cross-border Interbank Payments during the Financial Crisis，”CESifo Forum，vol.13，83-92.

13. 这一点是由弗兰克·韦斯特曼在奥斯纳布吕克大学指出。

14. Jean-Claude Trichet，“Recovery，Reform and Renewal：Europe’s Economic Challenge，”speech at conference，“The ECB and Its Watchers”XII，Frankfurt am Main，July 9，2010.Last accessed January 4，2016，from http：//www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100709.en.html.

15. Sewell Chan and Liz Alderman，“I.M.F.Help for Greece Is a Risky Prospect，”New York Times，March 5，2010.http：//www.nytimes.com/2010/03/05/business/global/05imf.htm.

16. “IMF Finance Role Embarrassing for ECB，”Financial Times，March 26，2010.https：//next.ft.com/content/bab67356-3905-11df-8970-00144feabdc0.

17. Bastasin，Saving Europe，225-26.

18. European Council，“Statement by the Heads of State or Government of the Euro Area and EU Institutions，”Brussels，July 21，2011.Last accessed January 4，2016，from europa.eu/rapid/press-release_DOC-11-5_en.doc.

19. For more details see Jeromin Zettelmeyer，Christoph Trebesch，and Mitu Gulati，“The Greek Debt Restructuring：An Autopsy，”Economic Policy，July 2013，515-563.

20. Walter Bagehot，Lombard Street：A Description of the Money Market［1873］，reprint New York：John Wiley，1999，52.

21. Ulrich Bindseil，“Theory of Monetary Policy Implementation，”in The Concrete Euro：Implementing Monetary Policy in the Euro Area，edited by Paul Mercier and Francesco Papadia（Oxford，UK：Oxford University Press，2011），5-114.

22. See Willem H.Buiter and Ebrahim Rahbari，“The ECB as Lender of Last Resort for Sovereigns in the Euro Area，”CEPR Discussion Paper No.8974，May 2012.Last accessed January 4，2016，from http：//willembuiter.com/lolr.pdf.

23. See for instance “Press Review Tuesday 12 July 2011，”RNW Archive.Last accessed January 4，2016，from https：//www.rnw.org/archive/press-review-tuesday-12-july-2011.

24. Jan Schäfer，“Wer passt jetzt auf unseren EURO auf？”Bild，February 11，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.bild.de/politik/wirtschaft/banken-krise/wer-passt-jetzt-auf-euro-auf-15924766.bild.html.

25. John Hooper, "Berlusconi's Partners Grow Restive over ECB Prescription for Italy," Guardian, August 11, 2011.http://www.theguardian.com/business/2011/aug/11/berlusconis-partners-grow-restive-over-ecbs-prescription-for-italy.

26. Patrick Honohan, "Resolving Ireland's Banking Crisis," Economic and Social Review 40 (2009): 207-31.

27. Jörg Asmussen, "The Irish Case from an ECB Perspective," speech at the Institute of International and European Affairs, Dublin, April 12, 2012.Last accessed January 4, 2016, from http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120412.en.html.

28. European Central Bank, "Irish Letters," November 6, 2014.Last accessed January 4, 2016, from http://www.ecb.europa.eu/press/html/irish-letters.en.html.

29. "'Very Difficult' Obstacles to Talks on Euro Debt Crisis," Irish Times, September 16, 2010.Last accessed January 4, 2016, from http://www.irishtimes.com/news/very-difficult-obstacles-to-talks-on-euro-debt-crisis-1.651363.

30. RTE Radio One interview with Patrick Honohan, November 18, 2010, reported in http://www.theguardian.com/business/ireland-business-blog-with-lisa-ocarroll/2010/nov/18/ireland-central-bank-governor-transcript.

31. Jean-Claude Trichet letter to Brian Lenihan, November 19, 2010.Last accessed January 4, 2016, from http://www.ecb.europa.eu/press/shared/pdf/2010-11-19_Letter_ECB_President_to%20IE_FinMin.pdf? 83824135ba733 b 6091e930d3a25314c9.

32. "Schäuble: Zypern ist selbst schuld," Welt, March 23, 2013.Last accessed January 4, 2016, from http://www.welt.de/print/wams/article114716938/Schaeuble-Zypern-ist-selbst-schuld.html.

33. European Central Bank, "Governing Council Decision on Emergency Liquidity Assistance Requested by the Central Bank of Cyprus," Press Release, March 21, 2013.Last accessed January 4, 2016, from https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130321.en.html.

34. European Central Bank, "Decisions Taken by the Governing Council of the ECB (in Addition to Decisions Setting Interest Rates)," External Communication, February 2015.Last accessed January 4, 2016, from https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2015/html/gc150220.en.html.

35. Martin Hellwig, "Die EZB und die Deutschen in der Griechenlandkrise," Öekonomenstimme, July 7, 2015.Last accessed January 4, 2016, from http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2015/07/die-ezb-und-die-deutschen-in-der-griechenlandkrise.

36. Martin Hellwig，“Zur Diskussion um die Notkredite der griechischen Zentralbank für griechische Banken，”Öekonomenstimme，July 11，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//www.oekonomenstimme.org/artikel/2015/07/zur-diskussion-um-die-notkredite-der-griechischen-zentralbank-fuer-griechische-banken； Paul Krugman called the ECB “Germany's debt collector.” Paul Krugman，“A Game of Chicken，”New York Times，February 6，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//www.nytimes.com/2015/02/06/opinion/a-game-of-chicken.html？_r=0.

37. Purchasing government securities has never been considered as unconventional for the U.S.Federal Reserve Bank，the Bank of England，and the Bank of Japan，for whom this is the standard way of conducting monetary policy.

38. European Central Bank，“Decision of the European Central Bank of 14 May 2010 Establishing a Securities Markets Programme，”ECB/2010/5.Last accessed January 4，2016，from https：//www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_dec_2010_5__f_sign.pdf？586b8d9fc867110a94788fe073d2b3a7.

39. Nicholas Comfort，“Draghi Raids Bankers in Rush to Hire 1，000 for Supervisor，”Bloomberg Business，January 9，2014.Last accessed January 4，2016，from http：//www.bloomberg.com/news/articles/2014-01-08/draghi-raids-bankers-in-rush-to-hire-1-000-for-supervisor.

40. Simone Meier and Christian Vits，“Weber Says ECB Bond Purchases Pose Significant Risks，”Bloomberg，May 10，2010.http：//www.bloomberg.com/apps/news？pid=newsarchive&sid=a83PaKeT_tF0&pos=4.The interview originally appeared in the German newspaper Börsenzeitung.

41. “Irish Borrowing Costs ‘Ridiculous，’” Irish Times，August 10，2010.Last accessed January 16，2016，from http：//www.irishtimes.com/news/irish-borrowing-costs-ridiculous-1.862493.

42. Spiegel Interview，February 14，2011.Last accessed January 4，2016，from http：//www.spiegel.de/international/germany/spiegel-interview-with-axel-weber-it-is-not-important-which-nation-puts-forward-the-ecb-president-a-745350.html.

43. Quoted in Johan Van Overtveldt，The End of the Euro：The Uneasy Future of the European Union（Chicago：B2 Books，2011），101.

44. 声明来自欧洲央行行长，2011年8月7日。来自https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr110807.en.html，最新登录时间2016年1月15日。来自：《欧洲央行行长的报告》，2011年8月7日，最新登录时间2016年1月15日。来自https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr110807.en.html。

45. Paul De Grauwe，“The European Central Bank as a Lender of Last Resort，”VoxEU，August 18，2011.Last accessed January 16，2016，from

http：//www.voxeu.org/article/european-central-bank-lender-last-resort.

46. See Tom Fairless，“Bundesbank Maintains Opposition to ECB Bond Buying，”Wall Street Journal，July 27，2012.Last accessed January 16，2016，from http：//www.wsj.com/articles/SB10000872396390443343704577552423655464012.

47. Brian Blackstone and Marcus Walker，“How ECB Chief Outflanked German Foe in Fight for Euro，”Wall Street Journal，October 2，2012.Last accessed January 4，2016，from http：//www.wsj.com/articles/SB10000872396390443507204578020 32 3544183926.

48. Deutsche Bundesbank，Monthly Report 64/8，August 2012，7.

49. Quentin Peel，“Merkel Reaffirms Backing for Draghi Plan，”Financial Times，September 17，2012.Last accessed January 4，2016，from http：//www.ft.com/intl/cms/s/0/585598cc-00e0-11e2-99d3-00144feabdc0.html#axzz3vBTXBpxK.

50. Stefan Riecher，“ECB's Asmussen Says Bundesbank Isn't Isolated，Rundschau Reports，”Bloomberg Business，August 20，2012.Last accessed January 4，2016，from http：//www.bloomberg.com/news/articles/2012-08-20/ecb-s-asmussen-says-bundesbank-isn-t-isolated-rundschau-reports；“Bundesbank President on ECB Bond Purchases：'Too Close to State Financing Via the Money Press，'”Spiegel Online，August 29，2012.Last accessed January 4，2016，from http：//www.spiegel.de/international/europe/spiegel-interview-with-bundesbank-president-jens-weidmann-a-852285.html.

51. 同上。

52. European Central Bank，“Technical Features of Outright Monetary Transactions，”Press Release，September 6，2012.Last accessed January 4，2016，from http：//www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html.

53. Bundesverfassungsgerichtes，“Principal Proceedings ESM/ECB：Pronouncement of the Judgment and Referral for a Preliminary Ruling to the Court of Justice of the European Union，”Bundesverfassungsgericht，February 7，2014.Last accessed January 4，2016，from https：//www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/EN/2014/bvg14-009.html.

54. Claire Jones and Stefan Wagstyl，“Mario Draghi Vindicated as Court Backs ECB Bond-buying Plan，”Financial Times，June 16，2005.Last accessed January 4，2016，from http：//www.ft.com/intl/cms/s/0/c200c62e-1402-11e5-9bc5-00144feabdc0.html#axzz3wyBMTO6E；“Reaktionen auf EuGH-Gutachten：'Das kommt einem Freibrief für die EZB gleich，'”Spiegel Online，January 14，2015.Last accessed January 4，2016，from http：//www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/eugh-und-ezb-staatsanleihen-afd-und-oekonomen-empoert-ueber-gutachten-a-1012967.html；and “Ifo-Chef

Sinn kritisiert EuGH, ”FAZ, June 16, 2015.http：//www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/ifo-chef-sinn-kritisiert-eugh-urteil-zu-ezb-anleihenkaeufe-13649888.html.

55. Mario Draghi，“Unemployment in the Euro Area，” speech at annual central bank symposium in Jackson Hole，August 22，2014.Last accessed January 4，2016，from https：//www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.en.html.

56. See Robin Harding，“US Quantitative Measures Worked in Defiance of Theory，” October 13，2014，retrieved from：https：//next.ft.com/content/3b164d2e-4f03-11e4-9c88-00144feab7de.

57. See for instance Hyun Shin，“The Second Phase of Global Liquidity and Its Impact on Emerging Economies，” remarks at 2013 Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference，2013.Last accessed January 4，2016，from http：//www.princeton.edu/~hsshin/www/FRBSF_2013.pdf.

58. Open Market Committee Transcripts，Nov 2-3 2010，179.Last accessed January 15，2016，from http：//www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomchistorical2010.htm.

59. 必须承认，低油价会通过降低对能源及其他非经济能源的投资来拉低全球经济增速。若油价降低，那么一些新技术（例如风力发电农场）就会变得不能么经济，而导致对其资本投入的减少。

60. Henning Klodt and Anna Hartmann，“Deflation und Konsumstau：Mikroökono-mische Evidenz，” Kiel Working Papers No.1935，July 2014.Last accessed January 4，2016，from https：//www.ifw-members.ifw-kiel.de/publications/deflation-und-konsumstau-mikrookonomische-evidenz/KAP_1935_Deflation.pdf.

61. Michael D.Bordo，John Landon Lane，and Angela Redish，“Good versus Bad Deflation：Lessons from the Gold Standard Era，” NBER Working Paper 10329，2004；Claudio Borio，Magdalena Erdem，Andrew Filardo，and Boris Hofmann，“The Costs of Deflations：A Historical Perspective，” BIS Quarterly Review，March 2015.Last accessed January 4，2016，from http：//www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503e.htm.

62. Barry Eichengreen，“Secular Stagnation：The Long View，” American Economic Review Papers and Proceedings（May 2015），66-70.

63. Holger Steltzner，“Euro-Geistesverwirrung，” FAZ，March 23，2016.http：//www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/kommentar-zum-helikoptergeld-euro-geistesverwirrung-14142378.html.

64. Comfort，“Draghi Raids Bankers.”

65. Harold James，Making the European Monetary Union（Cambridge MA：Harvard University Press，2012），313.

66. 同上书，第292页。

67. 同上。

68. 同上书，第316页。

69. See Markus Brunnermeier，“Optimizing the Currency Area，” in The Great Financial Crisis：Lessons for Financial Stability and Monetary Policy （Frankfurt am Main：European Central Bank，2010），14-22.

70. Marvin Goodfriend，“The Elusive Promise of Independent Central Banking，” Monetary and Economic Studies 30 （2012）：39-54.

71. Jean-Claude Trichet，“Building Europe，Building Institutions，” speech on receiving the Karlspreis 2011 in Aachen，June 2，2011；Mario Draghi，“A European Strategy for Growth and Integration with Solidarity，” a conference organized by the Directorate General of the Treasury，Ministry of Economy and Finance—Ministry for Foreign Trade，Paris，November 30，2012.

第十六章　结论：是黑？是白？还是二十八度灰？

本书讨论的中心是关于经济学如何发挥作用的不同看法。看法的差异使欧洲出现极化和分裂，使金融危机的应对措施愈加疲软无力，还使危机后果更加严重。当然，对经济学作用方式存在不同观点的地区并不仅限于欧洲。美国也存在世人熟知的经济学的淡水学派（芝加哥、明尼苏达）和咸水学派（麻省理工、哈佛、普林斯顿、伯克利）之分，这种分立与政治上“红色”和“蓝色”州之间的分立有一定联系，但又不完全一样。长期以来，英国经济学界一直存在剑桥学派和伦敦学派两个截然不同的学派。其实，对于世界如何运转，经济学家们经常向人们呈现出各种想象的简化形式，即模型。有时，他们认为自己创造的模型可普遍适用于各种情况。近日，丹尼·罗德里克（Dani Rodrik，2016）提出，经济学家们应该对其模型的普遍适用性更为谨慎，应该更加务实地在“大脑中同时思考多个模型”并将“特定背景和模型的应用联系起来”。[注]

在前面各章中，我们已经讨论了不同的模型是如何导致欧洲国家（尤其是法国和德国）之间无法展开对话的，然而政治正应该调和各种意见和分歧，让持不同意见的人展开对话。当下，每一方都不能理解另外一方。这样一来，他们会误认为对方的观点是出于以自我为中心的欲望和阴险的计谋，从而忽略对方善意的和有建设性的动机。欧洲争论的旧有策略往往是掩饰这些不同，并假装它们并不真实存在。会议上只达成一些模糊的一致意见，每位与会者回去时都认为讨论进展很好；然而数天或数周之后，他们都发现实际上那些根本问题仍然一成不变地存在着。

本书的目的是让读者理解，同时我们也希望，欧洲的决策者能理解不同的经济理念。在调和任何不同观点之前，需要各方对不同观点有更深入的理解。本书已经证明的其中一个事实是，这些不同观点并非亘古不变；它们不是永恒的，它们会改变，尤其是在危机时期。

迈向“经济思想联盟”

如今，每个人都从政治层面谈论“完全实现欧洲联盟”。注在建立银行业联盟方面已经取得一些进步；关于资本市场联盟存在着争论，资本市场可替代银行成为一种筹资渠道；难民政策的协调是一个紧迫问题，需要有一个移民联盟；能源政策的协调长期以来也是政治关注的焦点。在近期发布的《五位总统报告》的核心部分，体现了这些金融和经济主题：“在重要的政策领域，如商品和服务，以及在尚未开发的潜在领域，如能源、数字和资本市场，单一市场仍然没有完成。”注

如何推动没有完成的任务？我们对这一欧洲问题的回答就是，建立一个经济思想联盟。

在美国或英国的例子中，不同的经济观点表现在对国家政治的影响上。欧洲需要更进一步，建立一个政治辩论联盟。2014年，在没有“欧盟委员会主席候选人”的情况下，创造性地用德语“热门人选”来代替，这是迈出的第一步。语言障碍是显而易见的，但是应该相信在相对较短的时期内，也许通过自动翻译可以克服这一问题。带有翻译功能的社交媒体能够有效地创建一个共同的欧洲政治空间，一个共同的分析框架。中国和印度也有多种语言，但都成功实现了共享的政治文化，欧洲中部的瑞士也是如此。

目前，众多的欧洲辩论都采用英语，这有可能造成诸多误解。此外，这也很容易导致两个意想不到的结果。首先，作为辩论参与者的

美国人和英国人可能认为自己高人一筹，因为他们的口音更正宗或者语法错误更少。英国和美国媒体，如《金融时报》《经济学人》《纽约时报》和《华尔街日报》的报道深刻影响了人们对欧元危机过程的解读。由于媒体关于欧洲人并不真正明白危机的傲慢报道，外界的感受也随之有失偏颇。

其次，采用一种精英语言——英语——展开的国际辩论也加剧了如下观点：在政府和中央银行的技术专家和普通百姓之间，存在着巨大鸿沟。应对欧洲各类危机的大部分举措都日益受民粹主义驱动，民粹主义把自己刻画成保卫公民免受国际化精英影响的英雄。

克服民族主义思维

经济学家和政治学家曼库尔·奥尔森提出了集体行动的逻辑。在这个概念中，人们试图寻找一种适应普遍利益或总体利益的整体解决方案，却受挫于强势的部门集团。他的分析是理解欧洲当代问题的有用方法。显而易见，建立一个复杂的政治机制来整合和协调28个国家政府的立场，无疑会遭遇特殊利益集团的种种阻碍。在现代欧洲，也没有一种确定无疑的方法能够明确阐述并在政治上代表欧洲人的整体利益。

当下，一些问题正在导致欧洲分崩离析，但是如果能以全局角度来看待，原则上这些问题应不难解决。整体上，欧元区的公共部门赤字（占GDP的比例）低于美国、英国或日本：国际货币基金组织估计，2015年，欧元区这一比例为2.0%，但美国为3.7%，英国为4.4%，日本为5.2%。[注]净债务水平也同样表明，欧洲具有更大的可持续发展潜力：欧元区净债务占GDP比例为69.4%，而美国为80.6%，英国为80.7%，日本为128.1%。外界很少有人认为，美国或英国财政状况不堪重负。同样，拥有5亿多人口的欧盟，接受远高于16万名难民应该不

会有问题，16万人是欧盟委员会计划在整个欧洲分配的难民人数。能源协调和能源市场进一步的一体化，将有效解决另一个重要的安全威胁。

但是，同样的问题若单单放在国家政治框架内来处理，它们就显得不可逾越。当在一国层面来处理问题时，没有人能给出一个答案。各国处理方法之间的不协调会导致冲突，让欧洲面临解体的危险。

2008年以后，不仅仅在欧洲，任何地区的国家政治都变得愈加重要，原因有两方面：一是国家政治是应对危机的一种情绪反应；第二，它也是应对危机的金融或财政反应，这会影响我们如何应对可以预见的未来挑战。

首先，从整个世界来看，出现了新的不安和不确定性，特别是对全球化的后果。国家政治有时表现为保卫当地居民免受外部威胁的一种形式。在全球化时代，国家看起来就是一种防卫机制。

全球化拉近了相隔很远的人们之间的距离。但是，身处其中的人们并不总是喜欢这种结果。他们会发现别的文化太过奇怪：不同菜系、不同语言、不同宗教。对很多现代欧洲人来说，伊斯兰教看起来极为独特，其神权倾向不同于世俗国家或非宗教国家的预期。因此，在金融危机和欧元危机之后，出现了具有强烈民族主义元素的民粹主义政党。

全球化不可避免地让人们面对许多发生在遥远国度的问题。对此，人们常常回想更加自给自足的生活方式。在20世纪，最常见的应对形式是贸易保护，但现在这一方式已然式微，因为众多的消费者已经习惯使用廉价的服装和廉价的电子产品。

但是，对全球化的糟糕应对并不仅仅局限于贸易政策的响应。全球化给人们带来的最明显的影响是它产生了大量流动人口。在一些经

济放缓的大型新兴市场，政治上的应对措施就是建立一个新的或更强有力的专制体制，以此来治愈经济失调的问题。战争也在增加。这样一来，很多人面对激烈的暴力时都感到害怕。对此害怕的人们甚至更倾向于向其他地方迁移。

其次，为什么一场危机导致人民更加密切关注国家的政治架构，这有更加直接的经济原因。管理重大金融危机的后续事宜，不同于之前的防止危机发生，总是会动用大量财政资源的。这项任务仍然掌握在各国政府手里，因为欧盟只有属于自己的很小财力。所以，当涉及国家行动时，人们必然首先关注本国政府，而这正是处理当今许多问题的一种不适当的框架。

聚焦国家层面及其财政能力，对于人们如何看待欧洲还有进一步的影响。不是所有的28个成员国都一样大小；在危机进程中，愈发明显的是许多解决方案基本由法国和德国这两个国家敲定，即使在当时德国比法国更强大、更高效。因此，危机的很大部分演变为关于新德国、德国权力范围以及现代德国是否有能力或有意愿领导欧洲的讨论。然而，德国的几乎每一种领导方式都是有问题的。因此，其他欧洲国家的右倾民族主义者甚至把德国对难民危机的积极响应视为德国要剥削新移民廉价劳动力的一种自私自利的企图。法国国民阵线的玛丽娜·勒庞说，德国是在创建一个基于奴工的新帝国。英国脱欧事件也包含很强的批评德国的成分。

换句话说，欧洲需要一个纵观全局问题的机制，从只着眼于国家层面的小局势，转而扩大视野，关注整个欧洲大局。然而，欧洲人如何才能看到这种更广的大局，如何才能克服当前主要从国家利益、国家优势和国家利己主义来看待世界的方式呢?

“莱茵分歧”：四个重大区别

本书前文描绘了欧洲的精神世界，即莱茵河畔两岸持有根本对立的观点，从而导致截然不同的政策路径。我们已经研究了导致这些不同之处的四大要素。第一是规则与自由裁量权。德国联邦制传统，像其他地方的联邦制一样，需要精心制定具有法律约束力的规则体系。法国长远的中央政府传统意味着统治者——古代政体伟大君主的继承人——具有主动性和灵活性。

第二是责任与团结。德国传统要求强有力的责任原则：如果你违反了规则，你就要对后果承担责任。相比之下，法国传统来自法国大革命，奉行团结原则，奉行共同分担弱势群体负担的原则。

第三是偿付能力与流动性。在管理突发危机或冲击时，德国人侧重基本的偿付能力问题，如果经营不善导致负债大于资产，除非根本改变经营行为，否则基本没有救助的可能。在莱茵河、英吉利海峡和大西洋彼岸，看法有很大的不同，法国、英国和美国认为如果采用有效和适当的行动，可以确保解决暂时的流动性问题而不会出现长期资不抵债的情况。

第四是在应对的适当性方面也存在差异。争论的一方认为，紧缩政策可以产生有利的激励推动行为改善，改革或消除体制缺陷。而争论的另一方则认为，随着紧缩政策延续，流动性问题恶化，将真正导致资不抵债风险，因此，需要货币政策或财政政策的刺激。第一种显然不是凯恩斯主义的方法，第二种才是。

本书还讨论了不同观念之间产生严重冲突的时刻：第一，2010年5月第一次希腊危机，特别是2010年10月制定私营部门参与计划的时候；第二，2012年夏，在考虑欧洲央行如何应对欧元区分裂威胁的时候；第三，2013年应对塞浦路斯银行体系危机带来的一般性问题的时候；最后，2015年应对希腊方案再度出现不确定性，希腊出现退欧威胁以及2016年应对英国脱欧后前景的时候。

观点的讨论和冲突发生在不同的场合。2010年10月这一次，我们认为是法国总统和德国总理之间达成的双边协议深刻影响了欧元危机。在欧洲理事会的许多其他会议上，这两个大国发挥了主导作用。欧盟委员会努力给出有效建议。尽管在初期遭到来自法国和德国的巨大阻力，但还是引入国际货币基金组织来弥合种种不协调，结果却造成国际货币基金组织和欧洲各机构之间的关系紧张，并可能损害了国际基金组织的声誉和有效性。事实证明，欧洲央行制定出了真正有效的政策举措，是最有效的机构，尤其是在2012年7月，它重拾量化宽松计划。从这个意义上来说，欧洲央行付出了很大努力来解决欧洲危机。但这些政策举措有明显的局限，特别是把有巨大潜在财政影响的政策举措授权给主要侧重货币稳定职能的央行时。

地缘政治威胁：乌克兰与俄罗斯的冲突和难民危机

当欧元危机似乎正在步入苦涩的常态之时，新的危机爆发了，从而使解决方案更加复杂。我们遇到冷战结束后的平静岁月里无法想象的安全挑战。2014年2月27日至28日，亲俄罗斯的武装人员占据了乌克兰克里米亚的重要部分，3月中旬，亲俄力量在全民公决中获得大胜，俄罗斯宣布克里米亚并入俄罗斯。目前在乌克兰东部仍有战事继续，并有俄罗斯士兵的参与。

2015年夏，难民和移民（冲突地区的难民和到欧洲寻求更好生活的移民）这一长期问题突然变得尖锐起来，移民人数在8月急剧飙升。大部分移民仅仅想在德国和瑞典这两个欧洲国家定居。8月25日，德国联邦移民和难民局声明，不再执行欧盟的都柏林协议，几天后，德国总理默克尔的发言人表示，德国不会拒绝难民。在随后的几周，默克尔反复强调，德国是一个强大和繁荣的国家，有责任帮助战争和暴力的受害者，她还说：“我们能够做到这一点。”一些人认为，这似乎是在重复奥巴马大选时充满信心的座右铭：“是的，我们能。”

但是，德国的声明引起许多其他欧洲国家的不满，这些国家认为声明是单方面违反欧洲协定的行为。特别是在中欧和东欧，人们对接受移民普遍持一种敌视的态度。看起来好像欧元危机造成的南北分歧正在逐渐为东西分歧所代替。

欧洲面临的这些新问题是相互关联的。难民问题的根源是以前失败的外交政策以及北非和中东的不稳定局面。未解决的安全问题不断演变为欧洲各国政府面临的重大挑战。俄罗斯对叙利亚反阿萨德势力发动的袭击导致该国大部分地区陷入动荡，并促使更多的暴力受害者逃离家园，努力寻找欧洲的庇护所。

安全问题也与有关伊斯兰恐怖主义的讨论交织在一起。像俄罗斯对克里米亚和乌克兰的袭击一样，恐怖主义直接促使法国和德国更加紧密地团结在一起。在某种程度上，这是因为法国和德国在军事和安全领域显然有着不言自明的默契：法国拥有德国没有的军事传统和能力。克里米亚事件后，奥朗德和默克尔之间的关系变得更亲密。在2015年1月7日恐怖主义分子袭击巴黎的讽刺杂志《查理周刊》之后，默克尔迅速表示，将与法国团结一致来应对恐怖主义威胁，奥朗德则继续支持默克尔处理难民危机的努力，尽管他的立场引起法国右翼民族主义的谴责。在难民危机爆发后，奥朗德和默克尔一起出现在欧洲议会前，这是自柏林墙倒塌后赫尔穆特·科尔和弗朗索瓦·密特朗发布重要讲话之后，法德两国领导人第一次共同出现在重要场合。奥朗德说，我们需要“更加欧洲化”。默克尔解释说：“我们不应该限于国家层面来应对这些问题，相反，我们必须团结一致来共同采取行动。”[注]

英国脱欧公投

法国政治两极分化和2016年6月英国脱欧公投都凸显了另一个问题，这可能是欧洲更为根本的一种危机。全欧洲都面临着民主合法性

这一根本问题，这个问题不断地以新的形式在新的地方出现。独裁主义、左翼民粹主义、分离主义、右翼民粹主义和法西斯主义都在回归。2015年前半年，希腊的民主似乎在对抗欧洲。而到了2015年后半年，同样的事情又在葡萄牙上演，左翼联盟成为议会多数派，其中包括对欧洲充满深深敌意的政客。

英国脱欧公投也反映了自我感觉被排除在外的中低阶层对专家（尤其是经济学家）的厌恶。这种结果也部分归因于欧盟很少与民众（尤其是老年人，年轻人赞成留欧）沟通。欧洲最初的理想已失去吸引力，需要重新设计并赋予其活力。

在英国脱欧谈判过程中，英国新政府将策略性地拖延进程，这使欧盟面临挑战。一方面，针对英国的宽大行为可能会招来其他要求特殊待遇的国家的道德风险行为，比如荷兰退欧、丹麦退欧、法国退欧和其他退欧公投。这将侵蚀以稳定为核心、以规则来推动的欧盟框架的基础，甚至可能引发欧盟的解体。另一方面，对英国采取过于尖锐的立场又可能会进一步煽动反欧洲，尤其是反德国的不满情绪。

欧洲的诸多危机和莫内的失误

简而言之，欧洲存在诸多危机。一个普遍认可的理论认为，过多的危机是毁灭性的，因为用来解决欧洲问题的政治资本或心理能量是有限的。从这个角度来看，欧洲应对难民危机的能力受到欧元危机所产生的能量损耗的限制。虽然地中海地区的难民涌入已经持续多年，但仍然没有足够新的想法来解决又一个意料之外的问题。

欧盟实际上赖以建立在如下想法之上，即危机是推动进一步合作和融合所需的工具。被尊为欧洲圣人的让·莫内反复强调，应对新挑战将是欧洲的基础。正如他所说的那样，“欧洲将通过危机而建立，欧

洲……将是危机解决途径的总和”。[注]但是这要求每个问题——每次危机——都小得足以掌控。过多的负荷反而会导致崩溃。

在莎士比亚创作的《哈姆雷特》戏剧中，克劳狄斯这样描述奥菲莉娅每况愈下的精神状态：“当悲伤来临的时候，它不是单个而来，而是成群结队。”[注]奥菲莉娅当然精神崩溃，被愤怒的情绪所淹没；克劳狄斯既是凶手也是暴君，但并非智慧之源。实际上，有一种完全不同的方法来解决多重危机问题。如果将看似无解的单个问题捆绑在一起，就有可能找到解决的办法。

各个国家都在盘算，它们可能在其他问题的解决方案中失之东隅，却能在另一问题的解决途径中收之桑榆。例如，德国可能不得不在南欧国家的债务偿还方案中付出代价，却可能很快就能从欧洲对难民危机的解决方案中获益。移民的存在——一些来自欧洲内部，一些来自欧洲外部——带来了如何为他们提供社会福利的问题。军事整合可提高防御的有效性，同时也可削减军事支出，尤其是那些军事预算高昂的国家。欧洲将成为有权衡有妥协的大舞台，而不是宝贵的主权概念被磨灭的地方。

各种不同问题的相互关联性，在国际贸易谈判舞台中极为常见。虽然很难实现大的突破，但是最后都可让参与各方均衡受益。用法语来说，事件的关联性，即全球化，这是欧洲当前需要的一种全球化。从这个角度来说，大规模的危机可能触发深层次的反思。

简而言之，欧洲需要恢复1989年时的一些心态。当时，大量移民跨越边境（最初是跨越匈牙利和奥地利的边境），这引发了改革和开放而非孤岛心理。那时，寻求新自由的反对者从欧洲及单个国家两个方面考虑问题。一方的强化与另一方的合法性紧密相关。

乌克兰和俄罗斯之间的冲突以及2015年的人道主义灾难，增加了欧洲的赌注：像1989年那样，当共产主义瓦解时，欧洲处于一个关键

时刻——可能会出现国际事务新秩序的时刻。注1989年的事件引起无法预料且难以防备的冲击；而在2016年，我们知道将会有更多的冲击。1989年给我们留下的教训是，民族国家是动荡年代中的一种精神保险机制；2015年的事件表明，我们需要在欧洲层面上建立一个更大规模的保险体系。像任何保险一样，它需要精心设计和一整套规则体系来防止滥用。

寻求最优平衡

最后，我们可能会问是否有一种看法，它能在更加全面的基础上弥合类似黑白世界的对立，将欧洲推向一种二十八度灰——如果不是五十度灰——和谐共存的境地。货币和金融稳定等公共物品的供给相当于一份保险合约，它可能是以一种基于规则的方式，将政治共同体中对团结的需求与欧盟的全球责任相结合。

何谓法国和德国立场之间的最优平衡？何谓规则和自由裁量权之间的最优平衡？政策制定者们需要在当下最优的政策应对和构建长期可持续的经济框架之间寻求最佳平衡点。

基于规则导向的环境，它的重要特征是货币政策制定在操作层面上的独立性，换句话说，就是央行政策的独立性。正如欧洲债务危机中所看到的，这种独立性会在危机时趋于弱化，因为财政和货币当局必然会有合作。这种合作有一个典型的例子，2012年夏天危机的关键时刻，德拉吉在伦敦发表了“不惜一切代价”的演讲，对此柏林表达了含蓄的支持。

在极端负面事件发生时，过分强调个体责任会适得其反。在极端情况下，团结的原则应高于一切。因此，欧洲共同体需要讨论为成员国承担尾部风险的意愿程度。各方需要确定一个普遍接受的截止点并同意就此进行清晰的沟通，并在未来危机中予以实施。分担极端危机

事件的共同责任，必须与某种共同控制相结合。在欧元区为建立更可靠的预算纪律而采取的初步行动中，这种过程已得到体现。

不过，当前的讨论一般都局限于政府通过债务进行再融资，以及只有偿付和违约两种选择的例子。原则上说，我们有可能突破债务工具固有的限制，发行一种更加类似于政府权益的GDP挂钩债券。想法很简单：如果GDP相对某些基准太低，那么与GDP挂钩债券就没有回报；而当经济蓬勃发展之时，则有较高收益。这使得债券的偿付是顺周期的，并确保借款方和出借方的动机是一致的。

财政政策

许多所需的政策应对是财政方面的。如果财政的可信度很强，则可以延迟财政整顿。直观上说，财政紧缩问题的核心——有关信心的争论——并不真正适用于那些在国际金融市场上已有很高声誉的国家。相比之下，高负债的国家才面临着两难的困境。立即实施财政紧缩可能会产生适得其反的效果，但是财政宽松则会有损未来审慎承诺的可信性。如果对未来财政整顿没有可信的承诺，高负债国家现在无论是否紧缩都会很糟糕。制度性安排和可信的事前规则可能有助于克服这种困境。目前，对高负债的欧元区外围国家而言，在危机中制定的许多新的制度性规定，其实只是不必要的紧身衣，期望以牺牲增长来换取可信度。

在当前高债务负担的环境中，刺激措施应该设计成比较容易逆转的形式。否则，长期整固方案的可信度将大打折扣。欧洲和美国之间的一个主要区别是，欧洲的临时刺激措施从政治上看更难扭转。

此外，将急需进行的结构性改革与一些政府额外开支相结合可能是一个好主意。根本的结构性变革自然会招致不确定性，而且这种不确定性超过了消费支出（预防性储蓄增加）和投资。用简单的凯恩斯乘数分析的术语来说，消费的边际倾向降低，因此产出进一步下滑。

在这种环境下，政府支出可以提振部分萎靡产业并刺激需求，因而能稳定产出。如果根本的结构性改革范围足够宽泛，可信度问题在这些特定情况下就不会显得那么重要。

货币和宏观审慎政策：金融危机的管理和预防

我们也需应对金融部门的危机，这是欧元区困境的核心部分。我们如何能够预防危机或至少降低危机的严重性呢？关注基于事前规则导向的环境，很大程度上是保持德国的传统。通过货币政策干预、垄断权授予或紧急救助等方式，针对资产负债表受损部门实施再分配，这可以是有用的事前危机管理工具，但是这些措施无论在短期还是长期都会带来诸多问题。资不抵债的僵尸企业和吸血鬼银行不会得到处理。向生产型实体经济的借贷将会萎缩，总产出在危机最初爆发之后几十年内都会受到影响（就像日本在20世纪90年代发生的那样）。而且，正如德国哲学的追随者反复指出的，保险的提供会催生标准的道德风险问题。银行明白，在危机时，货币和财政当局会在其职权范围内应用各种手段向银行部门实施收入再分配，因此，银行的经营行为变得不审慎。

中央银行应首先采取行动来限制这些道德风险问题产生不良的后果。通过降低利率来实现再分配是一种非常笨拙的工具。在既定受困部门内，政策干预的好处应主要归属于那些行为最审慎（相对而言）的公司。换句话说，针对好的行为，保险会给予额外的回报，这能引发争先创优的有益竞争。其次，通过政策规则的事前刚性承诺，央行有可能减少再分配中的偏差。遗憾的是，经济情况过于复杂，通过事前制定的刚性规则难以达到最优。再次，央行应尽力树立在危机中谨慎使用维稳工具的声誉。如果这种声誉已可靠树立，那么家庭、公司，尤其是银行都会在过度累积债务和风险之前三思而行。这样，央行就可能永远都不会真正步入被迫使用维稳工具的境地。不过，比典型的通胀倾向更麻烦的是，在危机时树立紧缩银根的声誉是相当困难

的。最后却最重要的一点是，央行可将其提供保险的政策与限制风险积累的严厉规则结合起来。例如，对贷款价值比的限制或者严格的估值折扣规则，也即所谓的宏观审慎政策，可有效制止银行的冒险行为。

宏观审慎工具箱可使货币当局提供更多的尾部保险而不招致道德风险。简而言之，宏观审慎工具是对传统货币政策的完美补充并与之紧密交织。这使宏观审慎监管有别于微观审慎政策措施，后者通常被认为与金融部门的其他方面相去甚远。我们刚才讨论的宏观审慎监管是为了有效应对时间维度上的系统性风险。通常，系统性风险在风平浪静的时候潜伏于暗处，但在危机时就会突然显现。有效的宏观审慎监管能捕捉到风险的积累，并针对风险采取恰当的行动。不过，宏观审慎政策措施也并非灵丹妙药：从本质上说，宏观审慎政策有明确目标，因此可能引发监管套利，致使宏观审慎措施最后可能变得毫无效果，甚至产生不良的副作用。

《马斯特里赫特条约》并没有预料到银行业在现代化和国际化方面的迅猛发展，也低估了不平衡的一体化的复杂性。因此，欧元区在应对全球金融危机时显得力不从心也就不足为奇了。《马斯特里赫特条约》完全忽略了金融主导带来的威胁，而这引发了货币和财政当局之间复杂的懦夫博弈。

欧洲政策制定者竭尽所能地寻求这些问题的解决方式。从理论上说，大多数问题的解决需要进一步的一体化，但政治环境却使这方面的进展异常艰难。矛盾的是，法国愿意向欧洲转移资源，但不愿意转移权力，尤其是预算的权力；而德国则不愿意将更多的资源转移给布鲁塞尔以便它对（外国的）银行实施紧急救助。因此，为了限制银行危机的溢出效应，欧洲在寻求最低程度的妥协方面做出了极大努力，这实际上是将采取行动的责任交给了欧洲央行，至少在短期内是如此。

以流动性为核心的短期应对措施引发了长期道德风险问题，因此，未来还需要以制度结构来有效解决这些难题，欧洲需要有此远见。平衡两种力量的适当制度环境的基本想法在于，不是为了拯救少数表现最差的群体，而是要建立一道可保护其余群体的防火墙，以期引导避免逆向选择、可稳定整个系统的良性竞争。对欧元区而言，最近向银行业联盟的发展就是以此为方向。不过，正如我们看到的那样，至今仍没有区域范围内的安全资产，近期也不会出现这样的资产，尽管这对银行业联盟的平稳运行是必不可少的。

欧洲银行业宪章和欧洲安全债券

一个大胆的举动是确立欧洲银行业宪章，以使金融部门真正欧洲化。金融的各个方面都将朝欧洲层面靠拢。在经济繁荣时期，税收将归属于欧洲预算；而在经济萧条期，课税权可在避免负面溢出和传染效应的前提下为结构调整提供必要的支持。其原则可扩大至统一欧洲的老年和保险制度，但需要完全摒弃过去根深蒂固的想法，即现有的国家是组织并实施保险制度的最佳舞台。

如果风险未经充分估算、规则制定也不合理，如果受保机构可以毫无底线地从保险人处抽取资源，那么保险将无法运转。相反，设计合理的保险有助于受保机构的稳定和成功。一般而言，我们需要寻求有新意的解决方案来平衡保险的提供和德国的责任原则。以欧洲安全债券为形式的欧洲债券结构在避免连带责任的同时，还会改变影响稳定的跨境资本外流，并减少政府债务风险和银行业风险之间可怕的恶性循环。

社会承担“尾部风险”时各方认可的截止点

不论各方最终达成的最优政策规则具体内容如何，社会最终都将为融资部门或个人面临的极端事件提供某种形式的尾部风险担保。社会——说得更好听一点是名义上的利益相关者——应承担多少尾部风

险是一个政治问题，很大程度上有赖于一国根本的经济哲学。本书的一个主要观点就是，欧洲到目前为止一直在回避这个问题。成员国之间显然没有达成任何一致，秉承德国传统的国家非常在意道德风险问题，但是受法国思维主导的国家则呼吁在危机时提供更多的保险和激进的干预。而有关危机干预的呼吁是冲突的另一个来源。对于秉承法国传统的国家来说，紧急措施是标准的危机应对工具箱中的一部分；而德国哲学则将每一次干预都视为确立一种先例，并因此为欧元区创造了一种全新且永久的规则导向的环境。

保险是一种风险池，有助于建立可预测性。而可预测性是成就日益复杂的社会互动的基本要素，社会活动在未来将涉及更多人群，他们分布范围更广，且应用更多不可预见的创新技术。实际上，现代世界，尤其是现代的世界观，正是构建在此基础之上。近代农民和工匠，以及今天生活在贫穷国家的人群，其脆弱性的原因之一是无力抵御歉收等灾害，这些灾害在过去和现在都是对他们生存的威胁。实验心理学越来越多的证据表明，在严酷的资源约束下，非常贫穷的人们往往决策质量更差，承担更少的风险，而经济贫困则会降低实测的智力水平。(注)幸福程度与理性选择的能力强弱紧密正相关，与未雨绸缪和确定感紧密相关。人类天生就倾向于组织起来，形成更多更复杂的互助、互联结构，而进行保险的天性也正源于此。这种相互支持是法国传统的核心，但德国传统一直强调，这种支持只有在具有可信度且不扭曲激励的情况下才能发挥作用。简而言之，本书所讨论的德国观念和法国观念要实现可持续性，实际上它们彼此之间缺一不可。

---

1. Dani Rodrik，Economics Rules：The Rights and Wrongs of the Dismal Science （New York：Norton，2015），84.
2. The Five Presidents’ Report： Completing Europe’s Economic and Monetary Union，June 22，2015.https：//ec.europa.eu/priorities/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union_en.
3. 同上，第7页。

4. IMF, World Economic Outlook, April 2015, Table A8, 182.

5. Samantha Early, "Merkel, Hollande Call for 'More Europe' in Dealing with Refugees," Deutsche Welle, October 7, 2015.Last accessed January 4, 2016, from http://www.dw.com/en/merkel-hollande-call-for-more-europe-in-dealing-with-refugees/a-18766659.

6. Jean Monnet (transl.Richard Mayne), Memoirs (London: Collins, 1978), 417.

7. William Shakespeare, Hamlet, Act IV, Scene 5, lines 78-79.

8. John Ikenberry analyzes these ordering moments.John Ikenberry, After Victory: Institutions, Strategic Restraint, and the Rebuilding of Order after Major Wars (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2000).

9. Sendhil Mullainathan and Eldar Shafir, Scarcity: Why Having Too Little Means So Much (New York: Time Books, 2013).

致谢

感谢下述诸位对本书手稿提出的有益建议和指正：Mark Aguiar, Jörg Asmussen, Leszek Balcerowicz, José Manuel Barroso, Michael Bordo, Gerald Braunberger, Margaret Bray, Claudia Buch, Marco Butti, Elena Carletti, Christophe Chamley, Vítor Constâncio, Giancarlo Corsetti, Benoît Coeuré, Tyler Cowen, Giovanni Dell’Ariccia, Mario Draghi, Tom Ferguson, Jesus Fernandez-Villaverde, Eugenio Gaiotti, Gabriele Galati, Luis Garicano, Thomas Gehrig, Pierre-Olivier Gourinchas, Helmut Herres, Fédéric Holm-Hadulla, Patrick Honohan, Otmar Issing, Nobu Kiyotaki, Yann Koby, Jan Pieter Krahnen, Christine Lagarde, Philip Lane, Sam Langfield, Wolfgang Lemke, Stefan Luck, Klaus Masuch, Falk Mazelis, Sebastian Merkel, Ashoka Mody, Andrew Moravcsik, Stephen Morris, Jerry Z.Muller, Martin Mühleisen, Stijn van Nieuwerburgh, Christian Noyer, Marco Pagano, Francesco Papadia, Filippos Papakonstantinou, Jean Pisani-Ferry, Peter Praet, Stephen Redding, Klaus Regling, Ricardo Reis, Massimo Rostagno, Alexander den Ruijter, Matthias Rupprecht, Yuliy Sannikov, Tano Santos, Massimo Sbracia, Ludger Schuknecht, Chris Sims, Frank Smets, Larry Summers, Istvan-Pal Szekely, Leopold von Thadden, David Thesmar, Axel Weber, Jens Weidmann, Benjamin Weigert, Faith Witryol, Dimitri Vayanos, Christian Wolf, Wei Xiong, Jeromin Zettelmeyer以及三位匿名人士。当然，本书的任何观点和差错均与其无关。此外还要感谢普林斯顿大学本德海姆金融研究中心（Bendheim Center for Finance）以及朱利斯·拉比诺维茨公共政策与金融中心（Julis Rabinowitz Center for Public Policy and Finance）的财务支持。

Heike Berleth, Hongbum Lee和Emily Riley对本书的研究提供了极有价值的帮助。我们还要感谢普林斯顿大学出版社的Andrew DeSio,

Seth Ditchik, Peter Dougherty, Terri O’Prey和Caroline Priday，以及本书的项目经理Pete Feely。

特别感谢我们的家人Smita, Anjali和Priya Brunnermeier，还有Marzenna, Marie-Louise, Maximilian和Montagu James。

译后记

《欧元的思想之争》一书的引进出版，幸得中信出版社的积极努力争取，以及对我的充分信任。在此我谨对吴素萍、马媛媛等诸位编辑的大力支持和悉心帮助，致以诚挚的谢意，对她们辛勤而又高效的工作表示由衷的钦佩。

2016年6月，我收到原著书稿后，即邀请了中国银监会上海监管局的同事们共同完成翻译工作。2016年6月23日，英国举行脱欧公投，并根据公投结果宣布正式脱离欧盟。原书作者随即决定对书稿进行补充修改，8月成稿，随后我们得以重新启动翻译工作，并根据最新书稿对译文进行了认真修改。

翻译的过程也是一个学习过程，让我们有机会重新回顾欧元产生的历史渊源和发展演变。参与翻译的人员都工作在银行监管的最前沿，一直关注欧债危机的产生、发展和演变，而本书的三位作者从历史、文化和思维的角度对欧元区问题的根源进行了详尽分析和阐述，有助于我们从更加长远和深刻的角度去理解欧元、欧盟和欧洲的过去、现在和未来。相信读者通过阅读本书，可以更好地理解今天我们所看到的欧洲、欧盟和欧元所发生的一切。

本书翻译的具体分工如下：丛阳翻译第一章；包璐翻译第二章和第三章；徐雯婷翻译第四章和第五章；王晓翻译第六章和第七章；张楚天翻译第八章和第九章；张海鹏翻译第十章；许晓骏翻译第十一章；包璐翻译第十二章；郭浩翻译第十三章；范颖翻译第十四章；寇宏和吴晓婧翻译第十五章；廖岷翻译第十六章。全书由廖岷、丛阳审校并定稿。我们的翻译团队真诚感谢中信出版社的编辑对此书译稿提出的宝贵意见。

全书译文虽历经三审，但由于涉及面广，历史事件与人物众多，翻译中不免有不准确甚或错漏之处，在此恳请各位读者批评指正。

廖岷